



***Organisation for Economic Co-operation and Development  
In co-operation with the World Bank Group***

***The Third Meeting of the  
Latin American Corporate Governance Roundtable***

***8-10 April, 2002***

***Bolsa Mexicana de Valores, Mexico City, Mexico***

**DEBERES FIDUCIARIOS Y RESPONSABILIDAD DE LOS  
ADMINISTRADORES**

**(Reflexiones para la reforma legal en Latinoamerica)**

**(Sesion 2)**

**BY**

**Cándido Paz-Ares**

**Catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad  
Autónoma de Madrid y socio de Uría & Menéndez.**

**Spain**

## I. INTRODUCCION

### § 1. *Corporate governance, fraude y negligencia. Una hipótesis de trabajo*

El objetivo de esta exposición es comprender la relación que media entre las reglas de derecho y las fuerzas del mercado y, a partir de ahí, formular las bases de una política jurídica en materia de responsabilidad de los administradores capaz de ofrecer a los operadores pautas para diseñar sus estructuras de gobierno, a los juristas criterios para interpretar el derecho vigente y a los legisladores elementos de reflexión para una reforma legislativa que, *ceteris paribus*, permita maximizar el valor de la empresa y, así, facilitar el desarrollo de los mercados de capitales. De lo que se trata, por tanto, es de determinar el punto de equilibrio en el sistema de responsabilidad de los administradores que permita alcanzar ese objetivo de eficiencia. Soy consciente de que dicho punto de equilibrio no es universal, que depende de las condiciones de cada mercado, de las instituciones de cada entorno, de las circunstancias de cada compañía e incluso de las preferencias de cada parte. También me doy cuenta de que los cálculos necesarios para llevar a cabo esa tarea no son fáciles de realizar. En la mayoría de los casos resultaría incluso imposible llevarlos a cabo (¿cómo determinar, por ejemplo, el coste agregado que ha supuesto para los administradores de las sociedades anónimas españolas la eliminación de la franquicia por culpa normal operada por la reforma de 1989?). Esta circunstancia, sin embargo, no debe desalentarnos (v. *Williamson*, 1989, p. 32). El cálculo cuantitativo puede sustituirse por una estimación o ponderación cualitativa del fenómeno, que es, además, el ejercicio más propio del jurista.

Las bases fundamentales de esa estimación cualitativa se hallan, a nuestro juicio, en la separación analítica del *aspecto tecnológico* (la capacidad gerencial para producir las mayores ganancias) y el *aspecto deontológico* (la disposición del *management* para distribuirlas de la manera más justa) y en la correspondiente distinción dentro de los llamados deberes fiduciarios entre *el deber de cuidado* y *el deber de lealtad*<sup>1</sup>. El deber de cuidado -el deber de diligencia del "ordenado empresario"- exige que los administradores inviertan una determinada cantidad de tiempo y esfuerzo y desplieguen un cierto nivel de pericia en la gestión o supervisión de la empresa a fin de maximizar la producción de valor. El deber de lealtad -el deber de proceder como un "representante leal"- requiere que los administradores antepongan los intereses de los accionistas a los suyos propios y que, por tanto, se minimice la redistribución del valor creado<sup>2</sup>. De esta distinción sale más tarde otra, la que contrapone *los actos de gestión indebida*

---

<sup>1</sup>Una precisión terminológica. Con alguna frecuencia se oye decir que la doctrina de los deberes fiduciarios -de la distinción entre el deber de diligencia y el deber de fidelidad o lealtad- es de raíz anglosajona, tal vez con el deseo inconfesado de inducir a la duda sobre la posibilidad de que esa planta crezca en el suelo continental. Frente a ello hemos de reaccionar con energía, porque lo único que hay de cierto en ello es que la nomenclatura "deberes fiduciarios" es anglosajona; no sucede así con la sustancia que está detrás, pues en la tradición continental siempre se han distinguido ambos tipos de deberes, aunque ciertamente con fundamentaciones legales diversas (v. *Hopt* 1992, pp. 115 ss).

<sup>2</sup>Las expresiones entrecomilladas proceden del art. 127 de la Ley de Sociedades Anónimas Española (en adelante, "LSA"). No obstante, en la mayoría de las legislaciones latinoamericanas encontramos definiciones iguales -es el caso, por ejemplo, del art. 171 de la Ley General de Sociedades peruana- o similares de los deberes de diligencia y lealtad. Así, por ejemplo, el art. 59 de la Ley de Sociedades Comerciales argentina (en adelante "LSC"), que establece: "*Los administradores y los representantes de la sociedad deben obrar con la lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios*". En términos similares se pronuncian los arts. 153 y 155 de la Ley de Sociedades Anónimas brasileña (en adelante "LSA") ("*o administrador da companhia deve empregar, no exercício*

(debidos a falta de pericia, atención o dedicación) y *los actos de apropiación indebida* (o actos de desviación de valor de la esfera social a la esfera particular del administrador o de sus allegados). Y otra, la que contrapone culpa –culpa en sentido estricto- y dolo. Hay que tener en cuenta, en este sentido, que normalmente la infracción del deber de lealtad entraña dolo y, viceversa, que las conductas dolosas son expresión normalmente de un comportamiento desleal o infiel<sup>3</sup>. Y de este modo llegamos a la *summa divisio* de los incumplimientos en que puede incurrir el administrador: *fraude y negligencia*<sup>4</sup>.

Pues bien, arrancando de estas distinciones elementales, de gran relieve desde el punto de vista del gobierno corporativo, pero frecuentemente pasadas por alto en el tratamiento jurídico de la responsabilidad de los administradores más convencional en la tradición europea y latinoamericana, llegamos a la hipótesis que nos proponemos desarrollar en el presente estudio. La hipótesis puede formularse así: *el régimen de responsabilidad ha de estructurarse de tal modo que sea tan severo con el fraude (conductas dolosas) como indulgente con la negligencia (conductas culposas)*. En definitiva, abogamos por arbitrar una política de abstención con la negligencia y una política de intervención con la infidelidad.

Nos apresuramos a observar que el punto de vista que subyace a la hipótesis que se acaba de formular va a contracorriente de las tendencias que tradicionalmente han presidido la evolución de la doctrina europea, al menos de aquella de filiación latina y, desde luego, de la española y la latinoamericana. El mapa de la responsabilidad de los administradores que dibuja nuestra tradición –dicho sea no sin un punto de exageración- se revela en buena medida contrario al trazado en la hipótesis: se caracteriza por el enorme rigor relativo con que contempla las infracciones del deber de cuidado y la poca atención que dispensa a las infracciones del deber de fidelidad. En el fondo, lo que ocurre es que la doctrina de la responsabilidad se ha montado sobre los deberes de diligencia y luego se ha extendido mecánicamente a los deberes de fidelidad. Un buen exponente de ello es el escaso desarrollo que tiene el deber de lealtad en las leyes de sociedades anónimas continentales y en la propia experiencia jurisprudencial<sup>5</sup>. España ofrece un ejemplo paradigmático en la última reforma, de la que saldría la nueva Ley de Sociedades Anónimas de 1.989. En esta ocasión todos los esfuerzos se desplegaron para agravar el régimen de responsabilidad por infracción del deber de diligencia (supresión de la franquicia por culpa leve, consagración de la responsabilidad solidaria, inversión

---

*de suas funções, o cuidado e diligencia que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios"; O administrador deve servir com lealdade a companhia e manter reserva sobre os seus negócios*". Más abstracta es aún la norma mejicana. Me refiero al art. 157 de la Ley General de Sociedades Mercantiles (en adelante "LGSM"), a tenor de la cual: *"Los administradores tendrán la responsabilidad inherente a su mandato y la derivada de las obligaciones que la ley y los estatutos le imponen"*.

<sup>3</sup>Como han escrito *Halperin y Otaegui*, 1998, p. 546, "la falta de lealtad resulta del simple conocimiento del carácter abusivo o fraudulento del hecho que se juzga, en la época en que éste se concreta".

<sup>4</sup>La centralidad de esta distinción, a los efectos que aquí interesan, es oportunamente subrayada por *Scott* (1983, pp. 927-928; y 1986, pp. 299-300 y 307-308); para un punto de vista distinto, v. *Fischel y Bradley* (1986), pp. 290-291. Entre ambos extremos hay ciertamente un *continuum* fluido, que no siempre es fácil de ubicar (v. *Whincop* 2001, p. 5). No obstante, prescindiremos de él a efectos de definir el argumento general, sin perjuicio de que en su momento se hagan las oportunas matizaciones.

<sup>5</sup>Incluso en Alemania, sin duda el país continental más avanzado, las cosas no han ido muy lejos. El estudio monográfico más detallado y reciente sobre la materia nos advierte que el desenvolvimiento y la elaboración del "principio de responsabilidad por gestión desleal" todavía se encuentra en mantillas: *"steht erst am Anfang"* (*Abeltshausen* 1998, p. 271)

de la carga de la prueba, etc.)<sup>6</sup>. En cambio, ni el legislador ni la doctrina que lo acompañó en la aventura se preocuparon en absoluto por endurecer el régimen de responsabilidad por infracción del deber de lealtad, ni desde el punto de vista de la definición de los supuestos, ni desde el punto de vista de la facilitación de su *enforcement* ni, en fin, desde el punto de vista del incremento de las sanciones. En este aspecto, las cosas siguen, más o menos, como estaban la Ley de 1951. La eficacia preventiva de la ley apenas se ha reforzado.

Las cosas sólo parecen haber comenzado a cambiar en los últimos años y, muy especialmente, a raíz de la publicación del *Informe Olivencia*, que ha llamado la atención sobre esta importante laguna. Me parece que en la misma dirección se orientan los esfuerzos de las agencias y organizaciones internacionales que han promovido esta Conferencia (OECD, World Bank y IMF), orientados a mejorar el *corporate governance* a través de la protección de los accionistas minoritarios (OCDE 1999; *Nestor*, 2000 y 2001; *Iskander et al.*, 1999; etc.). La consistencia de esta política aparece, además, investigación académica en *law & finance* más reciente y más ampliamente reconocida, que ha mostrado con estudios empíricos muy ambiciosos y muy inteligentemente diseñados la existencia de una fuerte correlación entre desarrollo de los mercados de capitales -en liquidez, profundidad y tamaño- y la protección de los derechos de los accionistas minoritarios. Los estudios pioneros se los debemos fundamentalmente a dos profesores mejicanos Rafael La Porta y Florencio López de Silanes (*La Porta et al.* 1997, 1998, 2000)<sup>7</sup>. Lo novedoso de este movimiento está en haber puesto el foco en el derecho, en haber subrayado la importancia de la *dimensión jurídica* para comprender el desarrollo de los mercados de capitales. No es de extrañar por ello que haya comenzado a fructificar precisamente con modificaciones del derecho de sociedades y del derecho del mercado de valores dirigidas a reforzar los derechos de los accionistas. Los ejemplos más recientes en Latinoamérica nos los ofrecen la reformas del año pasado de Brasil (Ley 10.303/2001), Méjico (Ley [...]), Argentina (Decreto 677/2001) y Chile (LMV y Ley 19.705/2000). Con todo, creo que aún queda mucho camino por andar.

## **§ 2. Sistema de la exposición**

El resto de la exposición se divide en tres partes. La primera tiene por objeto mostrar la racionalidad económica de nuestra hipótesis de flexibilización de la responsabilidad por negligencia y de endurecimiento de la responsabilidad por fraude. De lo que se trata, en última instancia, es de demostrar que esa doble estrategia de indulgencia y severidad es la más idónea para reducir los costes de transacción - los costes de agencia- y, por tanto, para maximizar el valor de la empresa y el beneficio de sus accionistas (v. *infra* II).

La segunda parte se destina al tratamiento de la responsabilidad por fraude. Nuestra propuesta de severidad se instrumenta en el triple plano de la tipificación de las conductas desleales, de la facilitación de la litigación y de la elevación de las sanciones. En efecto, sugerimos especificar con el debido detalle los

---

<sup>6</sup>El censo completo de las modificaciones legislativas introducidas por la LSA de 1989 en relación a la LSA de 1951 incluyen: activación de la responsabilidad por culpa leve o por simples faltas de negligencia; responsabilidad solidaria de todos los miembros del órgano administrativo; reducción al 5% del capital social de la representación que ha de ostentar la minoría para ejercitar la acción social de responsabilidad o para hacer valer su oposición frente al acuerdo de transigir o renunciar al ejercicio de la acción de responsabilidad o para hacer valer su oposición frente al acuerdo de transigir o renunciar al ejercicio de la acción de responsabilidad; ampliación de los supuestos en que la minoría puede ejercitar la acción social (no convocatoria de la junta); limitación del plazo de espera de la minoría para el ejercicio de la acción social en defecto de la sociedad a un mes; legitimación de los acreedores cuando resulte insuficiente el patrimonio social para reclamar todo el daño; (*Martínez Machuca*, 1997, p. 1157).

deberes fiduciarios más significativos, pues ello facilitará la labor de control de los jueces y, al propio tiempo, fomentará una mayor visibilidad de las conductas infractoras; extender el sistema de los deberes fiduciarios de los administradores a las fuerzas vivas que están tras ellos, señaladamente a los accionistas de control; ampliar la legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad, incrementar el régimen de transparencia de las transacciones que implican conflictos de intereses e invertir la carga de la prueba; y agravar las sanciones mediante la previsión, al lado de la reparación de los daños, de la restitución del enriquecimiento y cláusulas penales (v. *infra* III).

La última parte se ocupa de la responsabilidad por negligencia. Nuestro objetivo aquí es explorar algunas vías de que permitan atenuar el excesivo rigor del régimen legal, tanto en el campo de la interpretación del derecho constituido (que creemos ofrece holgura suficiente para la flexibilidad) como en el campo del diseño estatutario. Los temas de discusión centrales son: la regla del juicio empresarial, la limitación cuantitativa de los daños, la liberalización del seguro de responsabilidad civil y la necesidad de abrir el tratamiento de esta materia a la libertad contractual (v. *infra* IV).

## II. ANATOMIA ECONOMICA DEL PROBLEMA DE LA RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES

### § 3. Valor de la empresa y responsabilidad de los administradores

Para esclarecer la racionalidad económica de nuestra hipótesis resulta oportuno explicitar en sus términos más simples las relaciones que median entre el valor de la empresa y la responsabilidad de los administradores. A tal efecto, hay que recordar que el valor de la empresa depende de su capacidad para generar beneficios; que la capacidad para generar beneficios depende de su capacidad para reducir los costes; y, en fin, que la capacidad para reducir costes depende de la tecnología: de la tecnología física (que reduce costes de producción), pero también de la tecnología contractual (que reduce costes de transacción). En consecuencia, resulta fácil de comprender que la reducción de los costes de transacción -o costes de definir, vigilar y hacer cumplir el sistema de contratos en que se descompone la empresa- determina el incremento del valor de la empresa<sup>8</sup>.

Y aquí es donde viene a colación el régimen de responsabilidad de los administradores, que ha de verse como una pieza más de la tecnología contractual o transaccional de la empresa. La función que le corresponde cumplir es rebajar los costes de transacción derivados de la separación entre propiedad y gestión característica de la sociedad anónima y explicables en función de la divergencia de intereses que existe entre quienes aportan los recursos (los accionistas) y quienes los gestionan (los administradores). El régimen de responsabilidad reduce esos costes de transacción -costes de agencia- alineando los incentivos de los administradores con los intereses de los accionistas. La amenaza de tener que reparar o indemnizar los daños que ocasionen sus comportamientos incorrectos -sus incumplimientos contractuales- sirve, en efecto, de

---

<sup>8</sup> Para ser más exactos, deberíamos precisar que se trata de variables interdependientes: el valor de la empresa se maximiza mediante la minimización de la suma de los costes de transacción y de los costes de producción, pues determinadas tecnologías pueden aumentar unos y reducir otros y viceversa (v. *Matthews*, 1986, pp. 903 ss.).

mecanismo disuasorio para que los administradores gestionen la empresa de acuerdo con el interés de sus dueños.

Evidentemente, cuanto mayor sea el rigor de la responsabilidad, mayor será el efecto preventivo o disuasorio, pero de ahí no se sigue necesariamente que cuanto mayor sea aquel rigor, mayor será el valor de la empresa y, consiguientemente, el beneficio de los accionistas. El error en el que a veces se incurre por parte de nuestros juristas y reguladores estriba justo en presumir que la correlación entre rigor de la responsabilidad y valor de la empresa es lineal o monótona, en el sentido de que cualquier incremento de la primera magnitud va acompañando de un incremento en la segunda. Y lo cierto es, sin embargo, que no siempre existe linealidad; a menudo, cuando se supera un determinado umbral, el incremento del rigor de la responsabilidad puede producir un efecto inverso al deseado: reducir el valor de la empresa. Las "soluciones esquina" no son siempre óptimas. (Butler y Ribstein, 1995, p. 6) La razón se percibe claramente si tenemos en cuenta que el establecimiento de cualquier mecanismo de gobierno (y el de la responsabilidad es uno entre tantos) no es gratuito y que, por lo general, tiene un coste marginal creciente (para los administradores) y un beneficio marginal decreciente (para los accionistas).

Siendo ello así y puesto que nos hallamos ante una relación contractual regida por la lógica de la ventaja mutua, se comprende sin esfuerzo que el grado óptimo de rigor del régimen de responsabilidad estará en un punto intermedio de todo el espectro de posibilidades -exención de responsabilidad y responsabilidad objetiva<sup>9</sup>-; justamente en aquel punto en que se igualan el coste marginal que tiene para los administradores sujetarse a un determinado grado de responsabilidad y el beneficio marginal que depara a los accionistas el tener a los administradores sujetos a ese grado de responsabilidad. Ese es el punto de equilibrio en el que, estando las demás cosas igual, se maximiza el valor de la empresa<sup>10</sup>.

Las razones que nos hacen pensar que la estrategia de severidad/indulgencia que hemos formulado en nuestra hipótesis está en la zona de equilibrio se fundan en una evaluación comparativa del fraude y la negligencia -de la responsabilidad por infracción de los deberes de lealtad y de la responsabilidad por infracción de los deberes de diligencia- en tres planos: (i) en el plano de los incentivos para el incumplimiento; (ii) en el plano de la sustituibilidad de los mecanismos de gobierno; y (iii) en el plano de la incertidumbre sobre la valoración jurídica de la conducta de los administradores.

#### **§ 4. Los incentivos para el incumplimiento y la diferente peligrosidad de las conductas**

El primer factor de la elección entre una política de severidad o de indulgencia a la hora de formular las reglas de responsabilidad de los administradores es el grado de alineamiento natural de los incentivos del *management* y los intereses de los accionistas. La magnitud de esta variable está en función, como

---

<sup>9</sup>A la responsabilidad objetiva puede equipararse, a efectos prácticos, la responsabilidad por culpa leve con inversión de la carga de la prueba que es, según algunos, el régimen establecido por la Ley de Sociedades Anónimas española actualmente en vigor.

<sup>10</sup>Fuera de ese punto -sea por debajo o por arriba- estamos en situaciones subóptimas en el sentido de Pareto, puesto que hay posibilidades de contratar cláusulas de responsabilidad con ventaja para ambas partes. Si estamos por debajo, a los accionistas les interesa incrementar el rigor y pueden hacerlo porque el beneficio que obtienen es mayor que el coste que asumen los administradores: pagarán a los administradores para que se avengan voluntariamente a ello. Y viceversa: si estamos por encima, a los administradores les interesa rebajar el rigor de la responsabilidad y estarán dispuestos a pagar a los accionistas -a cobrar retribuciones menores- para que acepten el cambio. Obsérvese que estamos ante una aplicación más del Teorema de Coase (v. Demsetz, 1972, p. 14).

fácilmente se advierte, de la ganancia que obtenga el administrador del incumplimiento de sus deberes. Estando todas las demás cosas igual, se prodigarán más aquellos incumplimientos que reporten ganancias a los incumplidores que los incumplimientos que no las reporten. De ello se sigue que la preocupación fundamental de cualquier sistema de responsabilidad de los administradores debe dirigirse hacia los incumplimientos del deber de lealtad, pues típicamente son los estos actos los que reportan mayores ventajas a quienes los realizan. El problema no se plantea, en cambio, con las conductas negligentes, pues quien las realiza normalmente deriva poca ganancia de ellas. La ganancia suele limitarse al ahorro de atención y esfuerzo, pero no a la obtención de un rendimiento. Si el objetivo fuera éste, estaríamos ya en el campo de la actividad dolosa<sup>11</sup>. En suma, para determinar la peligrosidad de las conductas es crítica la distinción entre decisiones de gestión, en las que los administradores y los accionistas tienen un interés común en ver prosperar los negocios, y las transacciones vinculadas, en la que no existe alineamiento de interés en absoluto.

### **§ 5. Los mecanismos de gobierno y su grado de sustitubilidad**

El segundo factor a considerar a la hora de ponderar el rigor del régimen de responsabilidad es el grado de sustitubilidad que tienen las reglas de responsabilidad como mecanismos de gobierno. En este aspecto debe indicarse que una política de indulgencia estará más justificada allí donde pueda preverse que la compañía goza de otros mecanismos de gobierno (formales o informales) para reducir sus costes de agencia y que, por el contrario, estará contraindicada cuando no existan mecanismos efectivos de disciplina alternativos. En estos últimos supuestos resulta aconsejable una política de severidad. Pues bien, una vez más podemos afirmar que en este punto se observa también una diferencia sustancial entre la infracción del deber de lealtad y la infracción del deber de cuidado.

Las sociedades -en particular, las sociedades cotizadas- gozan de poderosos mecanismos disciplinarios de mercado que reducen la necesidad de acudir al sistema jurídico para constreñir la conducta negligente de sus administradores. Ha de tenerse en cuenta en este sentido que existe sustitubilidad entre las salvaguardias jurídicas (reglas de responsabilidad) y las salvaguardias de mercado (incentivos económicos), y que, por tanto, las partes tendrán menor interés en recurrir a las salvaguardias jurídicas -y a los costes que inevitablemente tienen- cuando el mercado provea gratuitamente otro tipo de salvaguardias. Y esto es justamente lo que sucede en el ámbito de las sociedades cotizadas, debido a que (i) los administradores están sujetos a efectos reputacionales muy grandes, pues están dirigiéndose constantemente a los mercados en busca de recursos (transacciones repetidas)<sup>12</sup>; (ii) realizan inversiones específicas en la empresa, que no

---

<sup>11</sup>Como bien dice *Posner* (1998, p. 452): “The danger of mismanagement (negligence) is less serious than the danger that the managers will not deal fairly with the shareholders (disloyalty). Mismanagement is not in the managers’ self-interest; it is in fact very much contrary to their self-interest, as it will lead eventually to the bankruptcy of the firm (and of the managers’ future employment prospects), as a result of the competition of better managed rivals. Although managers thus have a strong incentive to manage the firm well or, if they are unable to manage it well themselves, to sell their offices to those who can, their incentive to deal fairly with shareholders (meaning, maximizing the per-share value of the corporation’s stock) is weaker”.

<sup>12</sup>Incluso en el ámbito de las pequeñas empresas este es el factor básico, según acreditan los estudios empíricos hechos en Alemania recientemente (informa sobre ellos *Schanze*, 2000, pp. 14 ss.).

pueden recuperar si son despedidos<sup>13</sup>; y (iii) viven bajo el escrutinio permanente de mercados altamente eficientes desde el punto de vista informativo (mercado bursátil, mercado del control, mercado de los altos ejecutivos) (para un desarrollo del argumento de la sustituibilidad en este contexto, remito a las luminosas páginas de *Fischel y Bradley*, 1986, pp. 264-270; *Easterbrook y Fischel* 1991, pp. 94-97; *Butler y Ribstein*, 1995, pp. 7-13 y *Rock y Wachter* 2001). En las sociedades no cotizadas, los incentivos para actuar diligentemente se hallan básicamente en el menor grado de separación que presentan entre propiedad y gestión. El hecho de que los administradores sean en buena medida propietarios de la empresa les proporciona un incentivo natural de enorme potencia para realizar sus cometidos con los niveles de atención y esfuerzo debidos.

Las sociedades no disponen, en cambio, de mecanismos alternativos a las reglas de responsabilidad que resulten igualmente efectivos para disciplinar las conductas desleales, y ello por tres razones básicas. En primer lugar, porque, por su propia naturaleza, estas conductas son menos visibles. Se trata normalmente de transacciones interesadas en las que, a causa precisamente de las ventajas excesivas que extraen de ellas los administradores, suelen enmascarse -objetivamente (mediante estructuras complejas) y subjetivamente (mediante interposición de otras personas o entidades)- para alejarlas del escrutinio público. Los actos de negligencia, precisamente por no ser generalmente conscientes o voluntarios, resultan mucho más visibles (v. *Scott*, 1986, pp. 301-302). En segundo lugar, porque las violaciones de los deberes de lealtad suelen prodigarse en momentos terminales de las relaciones de los administradores con la sociedad, y en esos momentos la disciplina de los mercados está muy debilitada. El único remedio eficaz contra las actividades de esta naturaleza -los llamados “pelotazos” en nuestra jerga financiera, los *one-shot frauds*- es la responsabilidad ante los tribunales<sup>14</sup>. Y en tercer término, porque en el terreno del deber de lealtad la propiedad por parte de los administradores de una parte sustancial del valor de la empresa no ayuda en absoluto a prevenir el fraude. Más bien, lo propicia, pues si un administrador está asegurado frente al riesgo de la revocación por poseer un paquete importante de acciones, puede sentirse incluso más arropado para intentar extraer de la sociedad ventajas personales excesivas, que debieran ser repartidas con los accionistas de la minoría. La experiencia enseña, en efecto, que en mercados con tasas elevadas de concentración de la propiedad accionarial, el riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios es mayor<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup>Téngase en cuenta que si prospera la acción de responsabilidad, los administradores quedan automáticamente destituidos (v. art. 134.2 II LSA).

<sup>14</sup>Como bien ha dicho Harold Demsetz, “The takeover market, the market for managerial services, and the market in which a firm’s shares are priced, for example, judge managers and bind them to the shareholders’ interests. These markets however are more likely to be effective for duty of care problems than for duty of loyalty problems because their efficacy depends on management’s desire to continue to serve as professional officers of business firms. Duty of loyalty problems are more likely to be associated with a willingness to disengage from professional management. The risks taken in the commission of fraud, theft, or self-dealing would seem to require a psychological disposition to be willing to “chuck it all” for a single shot at a large take. Thus, investors need the derivative suit (la acción social de responsabilidad) to supplement market protections against breaches of loyalty” (*Demsetz*, 1986, p. 355).

<sup>15</sup>Se ofrece alguna evidencia más tarde (v. *infra* § 7).

## **§ 6. Incertidumbre, costes de error y *overcompliance***

El tercer factor a tener en cuenta para establecer el nivel óptimo de rigor en la responsabilidad de los administradores es el grado de incertidumbre jurídica dentro del cual adoptan sus decisiones. Este es, sin vacilación alguna, el factor decisivo. Como fácilmente se advierte, si la incertidumbre es pequeña, estará justificado arbitrar una política de responsabilidad severa; en cambio, si la incertidumbre es grande, lo aconsejable será seguir una política indulgente. Para desarrollar este argumento, que presenta alguna complejidad, conviene ir por partes:

### **6.1 Los parámetros de la incertidumbre sobre el juicio de negligencia**

La incertidumbre se produce cuando los administradores no pueden anticipar con seguridad cuáles serán las consecuencias jurídicas de sus decisiones<sup>16</sup>. Las causas que la originan son varias: (i) la ambigüedad o genericidad del mandato legal: es difícil determinar de antemano si un juez considerará correcta o no la realización de una determinada operación (errores del juez en la determinación del nivel de corrección); (ii) las dificultades de prueba: aún sabiendo que una decisión es diligente, es posible que el administrador tema no poder convencer de ello al juez (errores del juez en la verificación de un determinado nivel de corrección); (iii) las deficiencias cognitivas del propio agente: el propio administrador puede temer a no ser consciente de la juridicidad de todos sus comportamientos (incapacidad del administrador para controlar permanentemente sus niveles de cuidado) o a equivocarse a la hora de hacer su evaluación sobre la legalidad de la conducta (error del administrador en la determinación del nivel de cuidado).

El nivel de incertidumbre determina el riesgo de error al que se ven sometidos los agentes (es decir, el riesgo de incurrir en responsabilidad por actos que ellos no consideran incorrectos) y este riesgo, a su vez, origina el problema de la *overcompliance* o “sobrecumplimiento” que económicamente puede ser muy relevante: quien anticipa la posibilidad de error del juez, extremará el celo adoptando precauciones por encima de las que exige el deber de diligencia. La política de indulgencia estará pues indicada cuando el riesgo de error sea relevante y los costes del “sobrecumplimiento” sean grandes<sup>17</sup>. Y viceversa: resultará aconsejable una política de severidad cuando el riesgo de error y los costes del sobrecumplimiento sean escasos.

### **6.2 Los riesgos de error en la negligencia y la deslealtad**

Desde el punto de vista del riesgo de error, la responsabilidad por negligencia y deslealtad presentan diferencias notables. En principio, resulta intuitivamente evidente que las conductas dolosas apenas entrañan riesgo de error para los administradores, puesto que: (i) las infracciones de los deberes de lealtad constituyen un tipo de violaciones respecto de las cuales es poco probable que el administrador se equivoque en el juicio; tratándose de operaciones que se descualifican precisamente por la extracción excesiva de ventajas personales, todo el mundo sabe donde están los límites; y (ii) la posibilidad de que el juez erre es también

---

<sup>16</sup>Sobre el tema es inexcusable la referencia de *Calfee y Craswell* (1984, pp. 89 ss.).

<sup>17</sup>“If defendants have an incentive to overcomply, setting the nominal standard at the optima level of care will lead defendants to take more than optimal care, which by definition is undesirable. Society would be better off if juries were told to try for a standard somewhere below the cost-effective level of care, so that the defendant who overcomplied relative to this standard would end up exercising the optima amount of care” (*Calfee y Craswell*, 1984, p. 97, v. también *Calfee y Craswell* 1986, pp. 279 ss.).

escasa, puesto que, a diferencia de los que sucede con el juicio de negligencia -que entraña una valoración técnico-económica compleja-, el juicio de lealtad es de orden moral, y para ello están bien preparados los jueces (v. *Demsetz*, 1986, p. 356; *Gower*, 1992, p. 586)<sup>18</sup>.

En cambio, las conductas negligentes plantean serios problemas de error. Nos referimos fundamentalmente a aquéllas que se adoptan en el ámbito de la gestión empresarial. El riesgo procede de la escasa pericia de los jueces en este ámbito y de la inexistencia de una *lex artis* consolidada. Esto hace que las probabilidades de que tiendan a equipararse los malos resultados económicos con faltas de diligencia sean muy elevadas<sup>19</sup>. Los problemas con que se enfrentan los Tribunales se ven agravados además por lo que los estadísticos denominan "sesgo de selección". Puesto que la mayoría de los pleitos siguen a resultados pobres, los Tribunales tienden a asumir que son producto de infracciones del deber de cuidado (v. *Fischel y Bradley*, 1986, p. 266). El incremento del riesgo de error genera costes para las empresas bajo una doble perspectiva: de un lado incrementa el coste del capital gerencial y de otro, incrementa el coste de gestión del riesgo.

Es obvio que si los administradores se ven sujetos a un riesgo que ellos no pueden controlar, elevarán sus demandas retributivas. El coste, al final, lo soporta la sociedad. Pero el coste no es sólo la escalada de la retribución; en muchas ocasiones, el coste será no poder reclutar a administradores con talento, a causa precisamente de las dificultades de estructurar una retribución adecuada. La literatura económica ha subrayado las graves dificultades existentes para compensar a los directivos por los riesgos de responsabilidad asociados a su trabajo a causa de la enorme dificultad de vigilar y evaluar su desempeño (*Diamond y Verrecchia*, 1982, pp. 275 ss.).

Bajo la óptica de la gestión del riesgo, el problema es aún mayor, debido a las diferentes actitudes frente al riesgo de accionistas y administradores. En términos generales, los administradores siempre tienen más aversión al riesgo que los accionistas dado que tienen capital humano específico invertido en la empresa (es decir, un capital que no pueden emplear en otra ocupación alternativa), y el capital humano no puede diversificarse. Esto no sucede -o no sucede tanto- con los accionistas y mucho menos con los accionistas de las sociedades cotizadas, que pueden distribuir sin costes los riesgos de sus inversiones mediante la diversificación de sus carteras hasta llegar a ser neutrales al riesgo. En esta situación, resulta altamente ineficiente cargar sobre las espaldas de los administradores un riesgo que pueden manejar mejor los accionistas.

### **6.3 Los costes del “sobrecumplimiento”**

Desde el punto de vista de los costes del “sobrecumplimiento”, las diferencias entre la negligencia y la deslealtad resultan asimismo sustanciales. El problema del “sobrecumplimiento” radica, como hemos

---

<sup>18</sup>He aquí la gráfica cita de *Gower*: “*The judges have faced a further difficulty. Whereas their training and experience may make them well equipped to adjudicate on questions of loyalty and good faith, they move with less assurance among complicated problems of business administration. Hence, they display an understandable reluctance to interfere with the directors’ business judgement - a reluctance of which many examples will be found throughout the whole area of company law. Perhaps, too, they are conscious of the possible unfairness of attempting to substitute their hindsight for the directors’ foresight, and are therefore unwilling to condemn directors even though events have proved them wrong*”.

<sup>19</sup>Para un análisis más detallado v. *Chapman* (1996, pp. 1679 ss). El tratamiento tiene interés puesto que pone de relieve los quebrantos que produce la *overcompliance* no sólo desde el punto de vista económico (eficiencia), sino también desde el punto de vista moral (justicia conmutativa).

adelantado ya, en la prevención de conducta legítima que ocasiona y en el valor que dicha conducta podría tener alternativamente para la sociedad. Pues bien, en este plano nuevamente constatamos que un régimen de responsabilidad por deslealtad muy riguroso apenas causa trastornos; lo más que puede suceder es que se retraiga la realización de algunas transacciones entre *insiders* que son beneficiosas para la sociedad, cuyo efecto agregado nunca puede ser muy relevante sobre la cuenta de explotación. El problema grave se plantea con la responsabilidad de negligencia, que es susceptible de introducir graves perturbaciones en la marcha de la empresa, y ello bajo dos aspectos estrechamente relacionados entre sí: "conservadurismo" en la gestión y "murallas de papel".

El "conservadurismo" es el producto de la aversión al riesgo de los administradores a que ya se ha hecho referencia. Esta circunstancia determina que planifiquen las estrategias empresariales con un nivel de riesgo inferior al que desearían los accionistas, que son más neutrales al riesgo. La teoría contractual de la empresa ha puesto de relieve el grave problema que representa este particular coste de agencia, pues induce a no adoptar proyectos de inversión altamente rentables, pero de gran varianza. Pues bien, el problema de una disciplina rigurosa sobre la responsabilidad de los administradores es que, en lugar de mitigar este problema, lo agrava sustancialmente. Los administradores estarán aún menos dispuestos a emprender negocios arriesgados de lo que lo estarían bajo un régimen de responsabilidad más benigno. Y no sólo eso, estarán menos dispuestos a innovar estructuras organizativas y de control que escapen a los estándares establecidos<sup>20</sup>.

El riesgo de error y la aversión al riesgo provocan también una forma de precaución altamente ineficiente. Me refiero a lo que gráficamente se han denominado "murallas de papel". El incentivo que crean las reglas de responsabilidad rigurosas conduce, en efecto, a crear barreras defensivas para cada decisión: las decisiones no se toman a no ser que vayan precedidas de dictámenes y opiniones exhaustivos de expertos (certificaciones de auditores sobre la exactitud de estados financieros; opiniones de bancos de negocios sobre la valoración de activos y operaciones; análisis de ingenieros sobre costes de producción; informes jurídicos de toda clase, etc.). No hace falta decir que en muchos casos esta conducta es ineficiente, puesto que provoca un dispendio poco productivo de los recursos -tiempo gerencial y dinero de caja- de la sociedad. Y menos obvio que la escasa productividad de estas inversiones es el riesgo de que se agrave aún más los costes de agencia ligados al conservadurismo, puesto que a su vez todos los expertos no quieren sentirse responsables de las operaciones, y ello ocasiona que en sus opiniones tiendan a ser conservadores (v. *Bjerre*, 1988, p. 802)<sup>21</sup>.

### **III. LA RESPONSABILIDAD POR DESLEALTAD. BASES PARA UNA POLITICA DE ALTA DISUASIÓN**

---

<sup>20</sup>Un documento preparado por el *Australian Institute of Company Directors* revela que el incremento de la responsabilidad de los administradores determina que éstos tomen sus decisiones considerando más las ramificaciones que pueden tener para su riesgo personal que para el interés de la compañía (v. *Cohen* 2001, p. 353).

<sup>21</sup>El conservadurismo extiende su mano en muchos otros niveles, por ejemplo, los relativos a los estándares organizativos y de control vigentes en las empresas (es ilustrativa al respecto la experiencia alemana que aportan los estudios de *Schanze*, 2000, p. 11 y de *Spindler*, 1999, pp. 330 ss.).

## § 7. Planteamiento de la cuestión

Una vez examinada la estructura económica del problema de la responsabilidad de los directores, hemos de volver a la experiencia jurídica. Es sabido que en los sistemas jurídicos continentales y, por derivación -debida en buena medida a la influencia española-, en los sistemas jurídicos latinoamericanos, el derecho de sociedades se ha mostrado ausente y hasta tolerante con las *self dealing transactions* y demás prácticas dudosas desde el punto de vista del deber de lealtad: apenas les ha prestado atención y, cuando lo ha hecho, ha sido con una gran dosis de ingenuidad. En el fondo, la raíz del problema está en haber diseñado las reglas sobre responsabilidad de los administradores de manera unitaria y tomando como paradigma el problema de la negligencia<sup>22</sup>.

Este modo de proceder ha desembocado en dos gruesos errores: un error de defecto en el tratamiento de la deslealtad y un error de exceso en el tratamiento de la negligencia. El error de exceso debe corregirse -según veremos más adelante (v. *infra* IV)- a través de una política de indulgencia. El error de defecto ha de combatirse con una política de severidad, yo diría incluso, parafraseando un célebre slogan neoyorquino, con una política de "tolerancia cero". Las razones que avalan esta política son básicamente tres, según hemos razonado en la sección anterior: (i) existencia de incentivos para la apropiación de beneficios privados muy intensos, que determinan una elevada probabilidad de las conductas desleales; (ii) insuficiencia de los mecanismos disciplinarios o de *enforcement* que proveen las fuerzas del mercado para reducir las prácticas de *self-dealing* y, por tanto, especial necesidad de los remedios legales; (iii) poca incertidumbre sobre el juicio de deslealtad, lo cual hace que los costes asociados a la sobredisuasión o *overcompliance* sean escasos. A estas observaciones fácilmente comprensibles desde el punto de vista del sentido o la intuición común, hemos de añadir ahora la formidable evidencia empírica acumulada en los últimos años sobre el enorme volumen que puede llegar a adquirir la expropiación cuando el sistema jurídico no dispone de remedios eficaces para combatir las infracciones del deber de lealtad<sup>23</sup>.

La cuestión que se presenta a renglón seguido y que me concierne especialmente como jurista consiste en determinar cómo puede articularse una política de aquella naturaleza en los ordenamientos latinoamericanos, una política que naturalmente no puede limitarse a transplantar por las buenas normas y prácticas nacidas en otros contextos institucionales y muy especialmente en el ámbito anglosajón, sino que ha de esforzarse por adaptarse al marco institucional al que va destinada. De lo que se trata, en última instancia, es de definir una política conforme con la tradición jurídica capaz de incrementar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por la infracción del deber de lealtad. Ciertamente esto no depende sólo del

---

<sup>22</sup>Sólo recientemente ha comenzado a prestarse atención al deber de lealtad. Aludimos a las reformas chilena, brasileña, argentina y mejicana del año 2001.

<sup>23</sup>V. *Johnson et al.* 1999; *Bae et al.* 2000; *Bertrad et al.* 2000; etc.). De ello es indiciario, por ejemplo, el valor de los bloques de control (*Nenova*, 2001; *Zingales* 1995; v. *Atanasov*, 2001; etc.). Más aún, la evidencia disponible indica que la debilidad del sistema jurídico acentúa el problema de la volatilidad de los mercados, que es un mal crónico de las economías emergentes. Se ha probado, en efecto, que cuando la situación económica empeora, se intensifica el proceso de expropiación, lo cual, a su vez determina una aún mayor caída en el precio de los activos (es fundamental al respecto el estudio de *Johnson et al.* 2000, pp. 141 ss.; para la experiencia de la financiación relacionada en Méjico, *La Porta et al.* 2002). Desde los primeros estudios pioneros de *La Porta* y *López de Silanes* se ha ido refinando una línea de investigación que pone de manifiesto que el problema fundamental para el desarrollo de los mercados de capitales está precisamente en el desarrollo por parte del sistema jurídico de reglas y principios que puedan hacer menos eficiente la tecnología de la expropiación o de la diversión bajo todas sus fórmulas y, especialmente, bajo lo que ha dado en llamarse *tunneling* (*Johnson et al.*, 2000a).

legislador. El *law in books* no se traduce inmediatamente en *law in action*; la eficiencia de una normativa dirigida a reducir el riesgo de expropiación requiere una compleja red de instituciones de apoyo: agencias supervisoras, jueces honestos y competentes, intermediarios reputacionales; y una cultura de transparencia y honestidad con los accionistas minoritarios (para un inventario completo v. *Black* 2000, pp. 806-811<sup>24</sup>). Nada de esto puede fabricarse de la noche para la mañana. Ahora bien, creo que, en todo caso, no es poco lo que puede hacer un *law in books* que esté diseñado precisamente en función de las deficiencias del aparato de *enforcement* y enfocado hacia la creación en el largo plazo de un marco institucional que favorezca el desarrollo de los mecanismos adecuados. Los sociólogos del derecho hablan de una función promocional o simbólica del derecho. Un derecho que de verdad muerda -que eleve el riesgo de responsabilidad por la expropiación- es un incentivo fundamental para ello, pues además reclamará la intervención de los agentes apropiados -abogados, auditores, bancos de negocio, etc, de firmas globalizadas- en la adopción de las decisiones y éstos, no lo olvidemos, son los grandes *gatekeepers* del sistema jurídico<sup>25</sup>.

Para articular esa política de severidad, hemos de contemplar la experiencia jurídica latinoamericana (cosa que yo haré con los ojos de un jurista español y en buena medida viendo los problemas que se plantean en mi país) y determinar cuáles son las razones que han hecho tan ineficiente la persecución del fraude. Sólo conociendo las causas del problema podremos ponerle remedio. En mi opinión, las causas fundamentales de la trivialidad o inoperatividad del deber de lealtad en nuestros sistemas jurídicos son tres: (i) insuficiente tipificación de las conductas desleales; (ii) insuficiente litigación en materia del deber de lealtad; e (iii) insuficiente volumen de las sanciones establecidas. Estas tres insuficiencias han determinado conjuntamente un escasísimo nivel de disuasión de las prácticas expropiatorias. Es cierto que este equilibrio de no disuasión podría haberse roto por cualquiera de los tres flancos. En efecto, si el volumen de la sanción hubiese sido muy elevado, la insuficiencia de la litigación o la insuficiencia de la tipificación de las conductas desleales habría sido probablemente menos relevante, puesto que los agentes, expuestos a un elevadísimo riesgo de pérdidas, tendrían más incentivo para la contención. Igualmente, la insuficiencia de tipificación o la insuficiencia de sanciones habría resultado menos importante o nociva si hubiese habido mucha litigación. En este sentido, hay que recordar que si los jueces hubieran tenido la oportunidad de pronunciarse reiteradamente sobre este tipo de prácticas, con toda seguridad habrían ido creando una red densa de derecho que, al igual que sucede en el ámbito anglosajón, habría hecho innecesaria la intervención del legislador en otros aspectos<sup>26</sup>. Con todo, pienso que lo procedente es intervenir en cada una de las tres dimensiones. La

---

<sup>24</sup>No es ésto, desgraciadamente, lo más usual en nuestros sistemas, en los que el aparato judicial frecuentemente está infrafinanciado, desmotivado y no familiarizado con las prácticas y estructuras de la vida de los negocios. Son precisas por tanto también reformas estructurales que sienten las bases para ir paliando a largo plazo estos déficits.

<sup>25</sup>Para el estudio de estos mecanismos de *enforcement* que operan *ex ante* hemos de remitir al penetrante estudio de *Kraakman* 1986, pp. 53 ss. También puede consultarse nuestra aplicación al Notariado Latino (v. *Paz-Ares* 1995, pp. 45 ss).

<sup>26</sup>Es de recordar, en este aspecto, la experiencia habida en los sistemas continentales y también, especialmente en el derecho español con la cláusula general de "buena fe" en la contratación, al amparo de la cual se ha desarrollado todo un valioso stock de información jurídica capaz de solventar los problemas contractuales más sofisticados. Asimismo hay que señalar que la densidad del derecho depende también de la producción doctrinal, factor absolutamente clave para asegurar la permanente innovación, perfeccionamiento y completamiento del derecho. En otra parte he estudiado este tema concluyendo que "*la eficiencia del derecho de sociedades depende en buena parte -yo diría que en su mayor parte- de la calidad de la doctrina del derecho de sociedades*" (*Paz-Ares* 1997, p. 15).

tarea, desde el punto de vista de la técnica legislativa, parece relativamente fácil. El problema que habrá que enfrentar, ciertamente no pequeño, será el de la resistencia que a buen seguro ofrecerán los grupos de intereses organizados. No me refiero tanto a los grupos sindicales (preocupados siempre porque no prevalezca una norma que priorice el interés de los accionistas a la maximización del valor de la empresa), cuanto a los que en España denominamos "núcleos duros", es decir, los grupos de accionistas en el control, cuya capacidad de maniobra política -directamente proporcional a la debilidad de las instituciones democráticas- no puede despreciarse.

## **§ 8. La insuficiencia en la tipificación del objeto y del sujeto de las conductas desleales**

Para subsanar las insuficiencias que se detectan en la dimensión relativa a la cobertura legal del deber de lealtad, hay que tener en cuenta los planos en que se localizan y, sobre todo, las razones a que obedecen. En mi opinión, estas pueden condensarse en tres puntos cruciales: (i) la abstracción en la definición de las conductas desleales; (ii) la artificialidad de los procedimientos de autorización; y (iii) la estrechez en la identificación de los destinatarios del régimen de responsabilidad. Seguidamente tratamos estos tres aspectos por separado.

### **8.1 Especificación de los deberes de lealtad**

Las leyes de sociedades de la mayoría de los países latinoamericanos se han limitado tradicionalmente a establecer un deber muy genérico o abstracto de lealtad. Es ilustrativo, por ejemplo, el art. 171 de la LGS peruana (inspirado en el art. 127 de la LSA española): todo lo que dispone es que los administradores han de proceder como un *representante leal*<sup>27</sup>. Este laconismo legislativo refleja también la tónica general del derecho continental europeo. Es cierto que el amparo legal que proporciona esta cláusula general de lealtad -e incluso el más genérico aún que ofrece la cláusula general de la buena fe en el derecho de las obligaciones- podría haber sido suficiente para que la doctrina y la jurisprudencia hubieran creado con el paso de los años un nutrido complejo de reglas claras y orientativas sobre la materia. La experiencia indica, sin embargo, que este resultado apenas se ha alcanzado<sup>28</sup> y ello debido, en buena medida también, a las escasas oportunidades que han tenido los jueces de pronunciarse sobre estas cuestiones y, por tanto, de adquirir formación y conocimiento sofisticado sobre ellas, a causa de la falta de litigación. La falta de un *stock* de capital jurisprudencial ha determinado además que en las pocas ocasiones en las que han llegado algunos casos a los tribunales, éstos hayan sentido vértigo u *horror vacui* a subsumir o englobar bajo una norma tan genérica una transacción empaquetada bajo una estructura aparentemente impecable y que, ante la dificultad y la soledad de su tarea, se hayan refugiado en el formalismo para desestimar la demanda y despachar el asunto sin riesgo a incurrir en responsabilidad. El resultado producido a la larga es que se reprimen únicamente las conductas más escandalosas, aquéllas en las que prácticamente se prueba que los

---

<sup>27</sup>Los demás países (v., por ejemplo, art. 59 LSC de la argentina) se producen en términos similares o incluso aún más indeterminados (v., por ejemplo, art. 157 de la LGSM mejicana)

<sup>28</sup>Un reputado grupo de economistas concluía recientemente su estudio sobre el *tunnelling* en Europa continental afirmando que "*much of the tunnelling is legal, i.e., consistent with both statutes and the basic principles followed by judges*" (Johnson et. al., 2000, p. 11).

administradores han metido directamente "las manos en la masa" (es decir, supuestos que caen dentro o en la vecindad del derecho penal). Las menos groseras -las que se presentan con un propósito empresarial plausible- gozan de una gran impunidad (v. *Johnson et al.*, 2000).

Ni que decir tiene que el Código de la Circulación podría condensarse en un deber general de conducir con prudencia, al igual que el derecho de sociedades se ha cifrado en un deber genérico de obrar con lealtad. Pero es obvio que el Código de la Circulación reduce drásticamente los costes de administrar el sistema al ofrecer especificaciones claras, aún a riesgo de que sean sobre-inclusivas o infra-inclusivas. Por todo ello, la primera medida a adoptar para reforzar la eficacia del deber de lealtad consiste en detallar -al menos en un nivel intermedio- las principales obligaciones derivadas del principio general. Es seguro que con ello el efecto preventivo se elevará notablemente. En efecto, la especificación de pautas de actuación concretas: (i) incrementa la observabilidad y verificabilidad de las conductas indebidas facilitando el trabajo de todos los *enforcers* y especialmente el de los Jueces; (ii) ofrece pautas para orientar la conducta de los administradores; (iii) suministra amparo a los operadores para resistir presiones indebidas; y (iv) contribuye a la creación de una cultura corporativa adecuada que en última instancia es el aspecto crucial.

El desarrollo de esta labor de especificación debería hacerse siguiendo los grupos de casos elaborados por las experiencias jurídicas que tienen más veteranía en estas lides y, especialmente, la norteamericana (podría tomarse como referencia el *restatement* del American Law Institute en sus famosos *Principles of Corporate Governance*, que en buena parte han servido de inspiración en mi país a la hora de redactar el capítulo del *Informe Olivencia relativo a los deberes fiduciarios*<sup>29</sup>). El catálogo debería elaborar al menos las siguientes prohibiciones (relativas) a cargo de los administradores: (i) la prohibición de realizar operaciones vinculadas con la sociedad o sus subsidiarias; (ii) la prohibición de explotar la posición de administrador con fines privados (deberían incluirse aquí al menos la prohibición de uso de activos sociales, la prohibición de utilizar información confidencial de la sociedad o de sus subsidiarias, la prohibición de obtener ventajas de terceros ligadas a transacciones de la compañía); (iii) la prohibición de aprovechar oportunidades de negocio de la sociedad o de sus subsidiarias; (iv) la prohibición de entrar en competencia con la sociedad o sus subsidiarias; y (v) la prohibición de intervenir y votar en asuntos en que el administrador tenga un interés personal<sup>30</sup>. A estas reglas deberían añadirse normas especiales en materia de retribuciones de los administradores, tendentes a asegurar la razonabilidad de su importe (*benchmarking*), la transparencia de sus condiciones y un mínimo de imparcialidad del órgano que la establece. En la definición de los supuestos habrá de procederse con varias cautelas.

a) La primera consiste en prever amplias cláusulas de asimilación, cuya finalidad es neutralizar las estructuras de interposición y conexión de intereses y la ingeniería societaria que pueda idearse para eludirlas. En este sentido, es manifiesto por ejemplo que deben equipararse a los administradores no sólo los

---

<sup>29</sup>Para el *background* de derecho español, remito a las monografías de *Portellano* 1996 y *LLebot* 1996.

<sup>30</sup>Debe recordarse que en las reformas del año 2001 se ha caminado hacia adelante en Argentina, Brasil y Méjico. No obstante, la especificación de las conductas indebidas es todavía muy insuficiente. En particular, este juicio vale para la regulación de las transacciones vinculadas de Méjico y Brasil (es interesante al respecto el estudio de C. *Salomão Fiho*, "Conflicto de intereses: a oportunidade perdida" *on file with the author*). Hay, sin embargo, en las reformas elementos muy valiosos (pienso por ejemplo en el art. 44 de la LSA chilena y en los arts. 8 del Decreto 677/2001 y 73 y 77 LOPTV argentinos).

allegados y las sociedades controladas por aquellos o éstos sino también las entidades en que éstos desempeñan funciones ejecutivas y/o tienen participaciones significativas o incluso desempeñan un puesto en su órgano de administración de manera que se pusiera freno a las prácticas tan extendidas de los consejeros cruzados (*interlocking directorates*).

b) La segunda cautela consiste en utilizar cláusulas generales de alcance intermedio, que permitan operar por grandes grupos o constelaciones de casos. El ejemplo del Código de la Circulación no puede llevarse al extremo. Se trata, en definitiva, de dejar un amplio margen de holgura a los *enforcers* para que puedan ubicar la tecnología siempre renovada del *tunneling*. En todo caso, las prohibiciones intermedias han de estructurarse como meramente ejemplificativas, dejando abierta siempre abierta la puerta de la cláusula general del deber de lealtad matriz. En suma, se trata de compaginar la necesidad de un precepto de textura abierta, que deje margen para el desarrollo judicial del derecho con la necesidad de proporcionar un mapa que permita al aplicador del derecho orientarse dentro de ese complejo y siempre cambiante mundo<sup>31</sup>.

c) La última cautela estriba en formular el derecho con la instrucción de que se aplique de conformidad con esa técnica desarrollada en el ámbito del derecho fiscal alemán de la "contemplación económica" de la realidad (*Wirtschaftliche Betrachtungsweise*), al objeto de incentivar el activismo judicial y remover los obstáculos de su cultura formalista y burocrática. Se trata de reducir los incentivos de los *insiders* para estructurar las transacciones inequitativas de manera creativa para que se acomoden a la letra de la ley.

## **8.2 Imperatividad del deber de lealtad y condiciones de dispensa**

La siguiente pieza de la política de severidad que se propone para hacer ineficiente la tecnología de la expropiación se dirige a impedir o, al menos, atenuar el carácter a menudo formal o meramente artificioso que entrañan los procedimientos de autorización seguidos en nuestras prácticas. Y a tal efecto parece necesario partir de varios principios:

a) El primero es el principio de imperatividad del régimen derivado del deber de lealtad. Debe evitarse la posibilidad de que la regulación legal pueda ser derogada o modificada en los estatutos de la sociedad o trivializada de cualquier otra forma. El argumento de que la libertad contractual no es dañina en este ámbito, puesto que permite estructurar formas alternativas de retribución de los *managers* y que, en todo caso, es decisión de los dueños configurar como les parezca el contrato, pues los mercados descontarán eficientemente en el valor de la acción los flujos anticipados de "beneficios privados" que distraigan los *insiders* no resulta en absoluto convincente<sup>32</sup>. No es cuestión de detenerse ahora en la justificación de este punto de vista, pero no estará de más hacer un par de observaciones. El cuanto al argumento de la retribución, es inadmisibles el planteamiento porque destruye los procedimientos de fijación de las retribuciones y conduce a dejar el contrato al arbitrio de una parte, lo cual es inconsistente con la idea misma

---

<sup>31</sup>Todo ello exige minimizar la complejidad innecesaria para la orientación. Una norma excesivamente compleja y detallada eleva los costes de observancia por la dificultad que comporta para sus destinatarios encontrar en ella una guía fácil y rápida para sus decisiones y, adicionalmente, por la mayor facilidad que brinda para descubrir agujeros por los que infiltrarse en busca de la impunidad (v. *Kaplow* 1995, pp. 150 ss.).

<sup>32</sup>Este es un punto de vista relativamente extendido en la literatura del análisis económico del derecho (v., por ej., *Easterbrook y Fischel* 1982, pp. 734-735; *Haddock y Macey* 1987, pp. 1461-1462).

de contrato (v. art. 1256 CC español). En cuanto al argumento del descuento, me gustaría recordar el certero juicio del profesor *Robert Clark*:

"[E]ven if shareholders as a class have a fairly good idea of the amount of secret profits taken by managers in the aggregate, and have come to expect this level of unilateral takings to continue, their expectations hardly justify the takings. After all, shareholders have also *expectations about what their rights are*. As long as this is true, expectations about will actually happen to them cannot be used as the basis for defining their rights (*Clark 1986, p. 156*)".

b) El principio de imperatividad anterior no ha de ser incompatible con un principio de dispensabilidad *ad hoc*, en cuya virtud puedan ser autorizadas caso por caso las transacciones interesadas que puedan presentarse. Es cierto que esta posibilidad incrementa las dificultades de *enforcement* del deber de lealtad, pero la solución draconiana contraria puede ser más costosa, en la medida en que impide de raíz muchas transacciones potencialmente productivas para la compañía. No puede olvidarse en este sentido que la contratación relacionada o vinculada puede producir muchas ganancias en términos de ahorros de costes de transacción (costes de información y de vigilancia). En todo caso, la regulación de la dispensa ha de pensarse mucho, con el objeto de lograr un derecho que sea a la vez relativamente fácil de administrar y relativamente difícil de eludir. Tres son las reglas básicas a tomar en consideración: (i) una regla de procedimiento, que asegure la independencia del órgano que otorga la dispensa respecto del administrador afectado; (ii) una regla de equidad o *fairness*, que garantice que la transacción es equitativa -es decir distribuye pro rata el valor que crea- y se hace en condiciones de mercado; y (iii) una regla de transparencia en los términos que veremos más adelante.

La regla fundamental es, naturalmente, la regla de procedimiento. A este respecto podría entenderse que es suficiente con que la autorización sea concedida por el Consejo o por un Comité del Consejo formado única y exclusivamente por directores independientes. Entendemos, sin embargo, que en los países con escasa tradición en esta materia, en los países emergentes y, desde luego, en aquellos mercados con una estructura de propiedad muy concentrada -variables todas que suelen coincidir- no puede depositarse inicialmente toda la confianza en los consejeros independientes<sup>33</sup>. Han de establecerse cautelas adicionales. He aquí algunos ejemplos: (i) necesidad de que previamente la operación sea informada por los auditores externos de la compañía o por un experto independiente o, al menos, por el comité de auditoría<sup>34</sup>; (ii) necesidad de que las transacciones más importantes, aquéllas por ejemplo que exceden un 5% del valor de los activos de la sociedad, sean siempre aprobadas por la Junta General (v. la propuesta de *Black 2000, p. 23*); y (iii) necesidad en los demás casos de que las transacciones sean todas sometidas a la ratificación de la Junta general de accionistas, con la consecuencia de que se invertirá la carga de la prueba en caso de que dicha ratificación no sea obtenida (v. *infra 9.3*).

c) Naturalmente, la aprobación por parte de la Junta General debe excluir los votos asociados directa o indirectamente a las personas afectadas. Es preciso evitar el burdo espectáculo que nos han propiciado en

---

<sup>33</sup>Un estudio óptimo sobre esta cuestión desde el punto de vista comparatista, v. *Enriques 2000, p. 509 y ss.*

<sup>34</sup>En este sentido, resultan interesantes las novedades introducidas por el art. 14 *bis* 3 IV de la LMV mejicana o por el art. 73 LOPTV argentina.

muchas ocasiones las sociedades (los casos que recuerdan *Johnson et al.* (2002, p. 13) de la experiencia checoslovaca son muy reveladores al respecto). Pero hay más. Teniendo en cuenta los problemas de acción colectiva con que se enfrentan los accionistas del *free float* de las sociedades cotizadas seguramente sería oportuno reforzar los *quorums* de aprobación de estas medidas (por ejemplo 2/3 del capital presente)<sup>35</sup> y regularse de manera escrupulosa las solicitudes públicas de delegación del voto realizadas para estas ocasiones.

### **8.3 Extensión subjetiva de la responsabilidad**

La última pieza y, con toda seguridad, la más decisiva para instrumentar una política de severidad en materia de fraude viene dada por la extensión de la aplicación de las normas reguladoras del deber de lealtad a todas aquellas personas que, aún sin ostentar una posición formal de administrador, desempeñan en la sociedad un papel de índole similar. En este caso la extensión está más justificada incluso que la propia norma originaria referida a los administradores, puesto que la mayor opacidad de la actividad que desarrollan estas personas, que a menudo actúan en la sombra o en la trastienda de los órganos de decisión formales, determina una aún menor eficacia disciplinar de los instrumentos de gobierno provistas por las fuerzas del mercado (*Scott* 1983, p. 938). La extensión debiera alcanzar al menos a las siguientes personas: (i) a los miembros del consejo de vigilancia o de otros órganos similares, síndicos, auditores, etc.; (ii) a las personas físicas que representan a los directores que sean personas jurídicas; (iii) a los altos ejecutivos de la sociedad aunque no ostenten la condición de consejeros; (iv) a los administradores de hecho, es decir, a aquellas personas que en la realidad del tráfico desempeñan sin título o con un título nulo o extinguido las funciones propias de director; (v) a los administradores ocultos, que podemos definir como aquellas personas bajo cuyas instrucciones están acostumbrados a actuar los administradores de la sociedad<sup>36</sup>; y, sobre todo, (vi) a los accionistas de control (aunque en la mayoría de las ocasiones podrían albergarse o subsumirse bajo la figura del "administrador oculto").

La extensión de la normativa de la deslealtad a los accionistas de control es, sin duda alguna, un punto esencial, puesto que el potencial expropiatorio de esta clase de accionistas puede ser muy elevado y la figura está muy extendida en los mercados de capitales continentales y, especialmente, en los latinoamericanos, caracterizados por una enorme concentración en la estructura de propiedad. La evidencia empírica acumulada en los últimos años sobre el volumen de la expropiación de que son capaces estos *insiders* es realmente reveladora. Bastará aquí recordar las correlaciones no lineales entre el valor de la empresa y la tasa de concentración de la propiedad (por ejemplo, en España el valor de la acción crece hasta el porcentaje de

---

<sup>35</sup>La razón que justifica esta norma no ha de verse tanto en el hecho de que con ella se rechacen más transacciones ineficientes, cuanto en que se formularán menos propuestas ineficientes. Los administradores, anticipando la existencia de un mayor control, tenderán a someter a los accionistas sólo propuestas de autorización cuyo beneficio esperado exceda ampliamente a su coste esperado. De no obrar así, corren el riesgo no sólo de ver rechazadas sus propuestas, sino de experimentar daños notables. Una votación negativa constituye siempre un castigo reputacional para los administradores (sobre estos aspectos v. *Paz-Ares* 1996, pp. 152-154 con más indicaciones).

<sup>36</sup>La definición del administrador oculto que se ofrece se inspira en la contenida en las *sects.* 320 (3) y 741 de la Companies Act británica, sobre la que ofrece un tratamiento muy apropiado desde el punto de vista de la tradición continental *Schultheiss* 2000, pp. 66 ss. En la experiencia jurisprudencial española más reciente se advierte un notable esfuerzo de los jueces por incorporar a nuestro acervo jurídica estas figuras del "administrador oculto" y del "administrador de hecho" que carecen de tipificación legal (ofrece información abundante al respecto, *Perdices* 2002, pp. 345 ss; v. también *Sánchez Alvarez* 1998, pp. 117 ss).

concentración del 30%, decrece en el tramo del 30-65% y luego vuelve a crecer en el tramo final: v. *Pintado y Torre* 2001, pp. 9-10) o la elevada prima con que se negocian los bloques de control en los mercados emergentes, con frecuencia superior al 30% y en ocasiones al 50% del valor en Bolsa, como es el caso, por ejemplo, de Méjico (cfr. *Nenova* 2001)<sup>37</sup>. Con el fin de lograr la debida seguridad jurídica, debería establecerse en la ley una definición expresa de la figura. Las posibilidades son variadas. No obstante, pienso que sería conveniente formularla ampliamente -como es habitual en nuestra legislación del mercado de valores (v. art. 4 LMV española)- de forma tal que incluyera a toda aquella persona que directa o indirectamente, sola o en concierto con otras, disponga de la mayoría del capital social con derecho de voto o que, dadas las circunstancias se halle en condiciones de determinar las mayorías dentro de la asamblea de la sociedad. La definición debería acompañarse de una presunción que considerase que una persona dispone de esa capacidad de influencia cuando ostenta una fracción igual o superior al 25% del capital con derecho de voto y no exista otra persona que directa o indirectamente, sola o concertada con otras posea una fracción superior (v. ALI 1994, 1.10). Naturalmente, las previsiones anteriores deberían aplicarse a los grupos de sociedades, aunque en su caso deberían ser coordinadas con las normas que, excepcionalmente y con todo tipo de garantías, permitiesen gestionar las sociedades subsidiarias con el fin de maximizar el interés del grupo y, específicamente, el interés de la *holding*.

Debe añadirse, en fin, que la extensión del régimen de responsabilidad por deslealtad a los accionistas de control no constituye una *rara avis* dentro de nuestra escena jurídica continental, sino una derivación natural de la posición de poder y, por tanto, fiduciaria que detentan dentro de la sociedad. Dejamos ahora fuera de la discusión si ese deber de lealtad es orgánico o meramente obligacional, fundado en la integración del contrato mediante la cláusula general de buena fe (v. arts. 1258 y 7.1 CC español). Lo que interesa señalar es que los sistemas jurídicos de nuestro entorno avanzan resueltamente hacia el reconocimiento de un deber de lealtad a cargo del accionista de control<sup>38</sup>.

#### **§ 9. Insuficiencia de la litigación en materia de deber de lealtad**

Si examinamos la experiencia jurisprudencial de los países latinoamericanos y desde luego la de mi propio país e incluso de otros vecinos en la escena europea, observamos una escasísima litigiosidad en materia de deber de lealtad. Los casos son contados en los repertorios de jurisprudencia, que sin embargo están llenos de acciones de impugnación de acuerdos sociales. Y esto debe ser motivo de preocupación, pues la restricción de casos judiciales mina la efectividad de cualquier regulación sustantiva que se adopte y amenaza con dejar dejar severamente incompletas las siempre insuficientes indicaciones legislativas. Como

---

<sup>37</sup>V. también *Atanasov* 2001; para Europa, v. *Faccio y Lang* 2000; para el caso español, v. *Pintado y Torre* 2001; v. para una elaboración del argumento general, v. los surveys de *Shleifer y Vishny* 1997, pp. 758-761 y de *Holderness* 2001, pp 4 ss). Incidentalmente me gustaría observar que el estudio pionero en *law & finance* de *La Porta et. al* podría refinarse más concentrando la atención sobre esta variable -los deberes de lealtad de los accionistas de control-, que allí es una más de las seis utilizadas para medir la calidad del derecho en los distintos países: v. *La Porta et al.*, 1998, p. 120).

<sup>38</sup>En Alemania, por ejemplo, aun cuando se postula que no responde por *missmanagement* o infracción del deber de cuidado, se sostiene ampliamente su responsabilidad por violaciones de los deberes de lealtad (*Lutter-Hommelhoff*, 1995, S 43, Anm. 46, pp. 559-560; *Konzen*, 1989, p. 2985 con más indicaciones); hay signos también de que en Italia está ocurriendo algo parecido: v. la sentencia Cass 26-X-1995, núm. 1151, *Giur. Comm.* 1996, II, pp. 329 ss., que se acompaña de un sustancioso comentario de P.G. Jaeger (el fundamenta en deber de buena fe (art. 1137 CC) del accionista mayoritario un deber de resarcimiento.); España tampoco se sustrae a esta tendencia (v. *Paz-Ares* 1999, I, pp. 1340-1344)

he insinuado ya, la pobreza y debilidad que exhiben nuestros sistemas jurídicos en este campo se deben en buena parte a la falta de oportunidades que se ha brindado a los jueces para crear un *stock* de precedentes y orientaciones en materia de responsabilidad por violación del deber de lealtad<sup>39</sup>. Consiguientemente, tanto desde el punto de vista de la eficacia disuasoria como desde el punto de vista de la necesidad de ir creando un capital jurisprudencial que provea información jurídica de calidad y que impulse el progreso del derecho en esta materia, parece absolutamente necesario remover los obstáculos que hoy en día impiden la litigación. Esos obstáculos tienen su origen fundamentalmente en tres circunstancias: (i) en las elevadas exigencias de legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad; (ii) en la opacidad de las situaciones conflictivas; y (iii) en las dificultades de prueba con que se enfrenta el accionista. A continuación se ofrece una breve aproximación a cada uno de estos aspectos.

### **9.1 Legitimación del accionista individual**

La extrema dificultad con que se encuentran los accionistas para hacer efectiva la responsabilidad de los administradores deriva de los enojosos trámites (el accionista que quiera litigar ha de obtener primero una resolución de junta general denegando el ejercicio de la acción por la sociedad) y de la elevada participación en el capital a que condicionan nuestras leyes la legitimación de los accionistas para accionar judicialmente: un 5% se necesita según las leyes española (art. 134 LSA), brasileña (art. 159.5 LSA) o argentina (art. 276 LSC); un 30% según las leyes peruana (art. 184 LGS) o mejicana (art. 163 LGSM), aunque este último país ha "rebajado" la exigencia al 15% para las compañías cotizadas en la reciente reforma de 2001 (v. art. 14 bis V d) LMC). Tratándose de sociedades cotizadas, nos hallamos en todos los casos ante barreras prácticamente infranqueables. El prototipo de accionista minoritario víctima de la violación por los directores de su deber de lealtad no tiene jamás un 5% y no digamos ya un 30% del capital. La verdad es que cuesta trabajo creer que este blindaje de los *insiders* haya podido subsistir tanto tiempo. En nuestra opinión, si realmente hay voluntad de abrir una brecha en la impunidad reinante y efectivamente multiplicar la probabilidad de que los actos desleales puedan ser litigados resulta absolutamente perentorio abrogar las limitaciones dichas. La vía para hacerlo consiste simplemente en legitimar al accionista individual para que pueda entablar la acción al margen de lo que decida la Junta y con independencia del porcentaje de capital que posea<sup>40</sup>. La objeción de que así se fomenta la litigación estratégica se neutraliza en el campo de la deslealtad apelando a la fábula de Mandeville: "vicios privados, virtudes públicas". Aunque los motivos sean poco confesables, lo importante es el resultado: incremento del control de la deslealtad, incremento de la disuasión y enriquecimiento de ese bien público que es la doctrina jurisprudencial. Esto no quiere decir, sin embargo, que no se adopten algunas cautelas para desincentivar la litigación más estrictamente frívola.

Nuestra propuesta se encamina en una línea de tendencia que ahora comienza a asomar en el ámbito continental europeo, a raíz de la crítica académica al *status quo* tan restrictivo que reina por doquier (destaca en este aspecto la contribución de *Ulmer* 1999, pp. 290 ss). La iniciativa más articulada está contenida en la

---

<sup>39</sup>La importancia de este aspecto ha sido oportunamente subrayada por *Kamar* 1999, pp. 887 ss: "*shareholder litigation can be cost effective in view of the indeterminacy that characterizes corporate law*".

<sup>40</sup>Esta es la situación tradicional del derecho americano y, con limitaciones -pues sólo puede ejercitar la acción en casos de fraude a la minoría o cuando ha afectado a un derecho individual del accionista- en el derecho inglés (v. *Gower et al.* 1992, pp. 482 ss.).

correspondiente recomendación del Informe recientemente elaborado por el *German Government Panel on Corporate Governance* (July 2001), en donde se incluyen algunas indicaciones que pueden suscribirse enteramente sobre el procedimiento para dar trámite a la acción de responsabilidad. En particular, que basta para ejercitar la acción que el accionista posea acciones por un mínimo valor (se propone 100.000 euros, aunque pensamos que la cifra debería ser considerablemente más baja: por ejemplo 10.000 o 20.000) y que para evitar la litigación innecesaria, infundada y molesta, deberían establecerse los siguientes prerequisites de admisión:

“(i) sufficient prospects of success, to wit: the availability of facts substantiating any suspected dishonesty or other gross violations of law or the articles of association by relevant members of the management and supervisory boards; (ii) an unsuccessful request to the company to itself initiate legal action, and the absence of preponderant reasons on the company’s side speaking against the enforcement of the compensation claim; (iii) achievement of a quorum by the petitioners and evidence that they purchased their shares prior to learning about the violations of a duty that entails liability; (iv) should the application to admit the action prove to be unsuccessful, the petitioners should bear the court fees and costs incurred by the defendants; (v) the decision regarding the costs of the case should be made in line with the general rules of procedure. However, given that the stockholders who are successful in a procedure to admit a legal action would have to bear the costs as a consequence of the actions’s dismissal, they should have been granted a claim to reimbursement of expenses from the corporation. However, costs which were caused by the plaintiffs’ improper prosecution of the case should be excluded from such claim.”

Con todo, la propuesta anterior no es suficiente. El accionista individual tiene escasos incentivos para litigar porque él sólo se beneficia de una fracción infinitesimal del provecho resultante de su acción. La "tragedia de los comunes" aparece aquí de nuevo llevando a un problema de infralitimación. Como sucede siempre que una actividad tiene externalidades positivas, lo apropiado es subvencionar al litigante. En Estados Unidos esto no es necesario porque el sistema de *contingency fees* de los abogados solventa el problema. En nuestros países es necesario idear algún incentivo sustitutivo. De los que se han propuesto aquí y allá, el más sugestivo ha sido sugerido por *Black et al.* (2001, p. 569). Consiste en prever la concesión a los accionistas que han formulado la demanda de una pequeña porción de los daños pagaderos a la compañía en concepto de compensación adicional a la de costas por interponer la acción y gestionar el pleito. Algo similar, aunque técnicamente más incorrecto y menos efectivo, se ha previsto en la reciente reforma argentina, que permite al accionista individual solicitar que se le abone a él la cuota parte que le corresponde en los daños obtenidos (art. 75 LOPTV)<sup>41</sup>.

Quizá no esté de más reflexionar también sobre la posibilidad de abrir la acción de responsabilidad al arbitraje. La medida parece especialmente oportuna en los países que carecen de una judicatura especializada en temas mercantiles o que padezca grandes dilaciones judiciales. En este sentido me parece que es digna de emulación la solución incorporada al art. 125 de la LSA chilena, que coincide igualmente con las recomendaciones de los expertos más renombrados para la reforma del *corporate governance* en los países emergentes. Se trataría de ordenar o, en su caso, de permitir la incorporación a los estatutos de la sociedad

---

<sup>41</sup>Una solución alternativa podría ser encomendar a una autoridad reguladora la legitimación para ejercitar acciones de responsabilidad, en línea, por ejemplo, con la legitimación que tiene la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* española para impugnar los acuerdos sociales de las compañías públicas. This is however a second best solution, for agency incentives to act are weak and often vulnerable to political pressure (para la discusión de esta medida v. *Scott* 1999, p. 36)

una cláusula arbitral a voluntad del accionista, de manera que éste pudiera elegir entre llevar el caso a los tribunales o a arbitraje (*Black et al.*, 2001, p. 569).

## **9.2 Obligaciones de transparencia**

La segunda pieza de nuestra propuesta en este ámbito consiste en establecer una obligación de transparencia integral sobre las transacciones relacionadas o vinculadas. Las razones que justifican la medida son varias: (i) la revelación ofrece a los accionistas la información que necesitan para litigar las violaciones del deber de lealtad; (ii) la revelación, sin más, impedirá que se realicen algunas transacciones interesadas y determinará que las que se realicen sean, en promedio, más equitativas para los accionistas minoritarios; y (iii) si una transacción interesada se oculta y más tarde es descubierta, será mucho más fácil probar la infracción del deber de revelar que probar la infracción del deber de lealtad (*Black* 2001a, pp. 18-19).

La forma de articular los deberes de transparencia es escalonada. Deben imponerse las siguientes obligaciones: (i) una obligación al director de comunicar la transacción interesada que proyecte realizar con la compañía al Consejo; (ii) una obligación al Consejo de comunicarla al auditor externo, al comité de auditoría y, en su caso, si es hecho relevante, al regulador (en esta línea han avanzado las reformas más recientes del área latinoamericana: v. art. 73 LOPTV argentina, art. 14bis 3 V LMV mejicana)<sup>42</sup>; y (iii) una obligación al Consejo de consignar la información correspondiente, con el debido detalle, en la memoria anual, al objeto de que los accionistas reciban noticia suficiente sobre el "tráfico peligroso"<sup>43</sup>.

La comunicación ha de estar seguida de la verificación por el auditor externo. El primer paso es que fiscalicen si efectivamente se han reflejado en la memoria todas las operaciones autorizadas; el segundo, que reporten a los accionistas sobre ellas; y el tercero, que investiguen si se han realizado operaciones no comunicadas ni autorizadas. Como sugiere el profesor *Bernard Black*,

"company's external auditors should review annually all non-trivial related party transactions and provide to the shareholders a report identifying all significant transactions and confirming that, to their knowledge, all transactions required to be submitted for approval by the company's non-interested directors and by the company's non-interested shareholders have been so approved. Ideally, the external auditors should also report on whether, in their judgement, any non-trivial related party transactions were not on arms length terms. As a practical matter, such a requirement would ensure not on arms length terms. As a practical matter, such a requirement would ensure that the auditors were consulted prior to the completion of the transaction, to ensure that they were

---

<sup>42</sup>La iniciativa de la comunicación al auditor es una vieja idea del derecho francés (v. art. 103 II de la *Loi sociétés commerciales*).

<sup>43</sup>Medidas en la misma línea contienen el *Testo Unico* y la *KontraG* y, ya antes, una previsión prácticamente igual estaba contenida en el art. 10.3 de la propuesta modificada de Quinta Directiva. En nuestro país, la propuesta estaba implícita en el *Informe Olivencia* 1998, 8.2 *in fine* y ahora se incorpora al art. 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, mediante la modificación contenida en el art. 32 del *Proyecto de Ley Financiera* actualmente en tramitación. Dicho precepto reza así: "*Las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial deberá incluir necesariamente en su memoria de cuentas anuales y en las informaciones semestrales a que se refiere el párrafo segundo del presente artículo, información cuantificada de todas las transacciones realizadas por la sociedad con personas vinculadas.// A estos efectos se entenderá por personas vinculadas a los accionistas con participaciones significativas, los administradores y directivos de la sociedad, así como cualquier otra persona física o jurídica que actúe por cuenta de éstos, que pertenezca a su grupo, o que actúe con ellos de forma concertada.// Por transacción se entenderá toda transferencia o intercambio de recursos, obligaciones u oportunidades de negocio entre la sociedad, incluido su grupo, sujeta a la obligación de información periódica y una o más personas vinculadas, con independencia de que exista o no un precio para esa operación.// Esta información habrá de facilitarse en la forma que determine el Ministerio de Economía o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con indicación del tipo y naturaleza de las transacciones efectuadas y de las personas vinculadas que han intervenido en ellas. No obstante, el Ministerio de Economía determinará las transacciones sobre las que habrá de facilitarse información individualizada, en caso de que aquéllas fueran significativas por su cuantía, o relevantes para una adecuada comprensión de los estados financieros de la sociedad.*"

satisfied with its terms. This would provide a further check on the fairness of the transactions". (Black et al. 2001, p. 600).

### **9.3 Carga de la prueba de la deslealtad**

El último mecanismo facilitador de la litigación que ha que ponderarse es el relativo a la carga de la prueba. En su momento constataremos la tendencia de nuestras tradiciones jurídicas a invertir la carga de la prueba en el entero ámbito de la responsabilidad de los administradores y razonaremos la necesidad de evitar ese desplazamiento del *onus probandi* en los pleitos de *missmanagement* o violación del deber de diligencia (v. *infra* 13.2). No obstante, entendemos que esa tendencia debe ser aplaudida en el ámbito de la deslealtad como una pieza más de la política de severidad que defendemos, a fin de contrarrestar la posición informativamente asimétrica en que se encuentra el accionista: la vigilancia directa del administrador por el accionista puede tener un coste prohibitivo y, a menudo, requerir conocimiento experto<sup>44</sup>. Por ello, juzgamos que en todo caso es oportuno formular expresamente esta regla en los términos en que lo ha hecho el art. 77 *in fine* de la LOPTV argentina a raíz de la reforma de 2001: "*en caso de duda acerca del cumplimiento del deber de lealtad, la carga de la prueba corresponde al director*"<sup>45</sup>.

#### **§ 10. Insuficiencia del volumen de la sanción**

La tercera dimensión sobre ha que ha de articularse el régimen jurídico del deber de lealtad es la relativa al volumen o tamaño de la sanción. Como fácilmente se comprende, la política de severidad por que abogamos se orienta en este plano hacia el agravamiento del sistema ordinario de sanciones previsto en nuestras leyes, que se limitan a disponer la obligación de reparar los daños. La lógica de esta pieza se descubre con facilidad desde la óptica de la teoría económica de las sanciones, que –en síntesis extrema- se asienta sobre la relación inversa entre probabilidad de detección y magnitud de la pena, a efectos de lograr la disuasión o prevención óptima (v., desde los trabajos pioneros de *Becker* 1968, pp. 169 ss. y *Stigler* 1970, pp. 526 ss., la caudalosa literatura que revisa *Cameron* 1988, pp. 301 ss.). Consecuentemente con ello, partiendo de la premisa indiscutible de que las contravenciones del deber de lealtad se efectúan de ordinario de manera discreta y hasta enmascarada, el potencial preventivo de la amenaza de tener que abonar solamente los daños infligidos a la sociedad puede ser demasiado pequeño, máxime si se tiene en cuenta la enorme dificultad de probarlos. Es preciso, por tanto, elevar el coste de la sanción para compensar la menor probabilidad de detección y la consiguiente la dificultad de persecución de las infracciones al deber de lealtad. En el caso del *missmanagement*, donde la probabilidad de detección es más elevada, veremos que esto no es necesario (v. *infra* 14). En el caso de la *misappropriation*, una política de mayor penalización sale a cuenta. Las posibilidades de que disponemos para incrementar la magnitud de la sanción en el campo del derecho privado –dejamos ahora de lado el examen de sanciones penales para los casos más graves- son básicamente tres (i) la restitución del enriquecimiento; (ii) los daños punitivos; y (iii) los remedios reales generales.

---

<sup>44</sup>Para una justificación económica más detallada de estas reglas probatorias en las relaciones fiduciarias, v. *Cooter y Freedman* 1991, pp. 1055-1056 y 10769-1071)

<sup>45</sup>La norma argentina replica en el ámbito de la deslealtad la norma establecida con carácter general, incluyendo por tanto los casos de negligencia, por el § 93 (2) de la *Aktiengesetz* alemana. En el area latinoamericana, contiene una regulación similar el art. 46 *in fine* de LSA chilena

### **10.1 Devolución del enriquecimiento injusto**

La primera de las posibilidades mencionadas se comprende intuitivamente como una exigencia de la justicia conmutativa. Consiste simplemente en obligar al director responsable a devolver el beneficio que le ha procurado la violación de su deber de lealtad. De este modo –sumando a la indemnización de daños y perjuicios propios de la responsabilidad de los administradores, la restitución del lucro indebidamente obtenido- se logra en efecto el fin deseado, que es elevar el precio de la deslealtad<sup>46</sup>. Es extraño por ello que el derecho de sociedades de nuestros países no haya previsto expresamente esta posibilidad, aunque ciertamente hay algunas excepciones (v., por ejemplo, art. 42.7 LSA chilena). Y es extraño porque –como decíamos- se presenta como un imperativo elemental de la justicia conmutativa. La explicación de la anomalía ha de buscarse una vez más en el diseño de todo el régimen de responsabilidad de los directores sobre el modelo de las faltas de negligencia.

Con todo, a pesar del clamoroso silencio que guardan las leyes de sociedades anónimas sobre este punto, estimamos que nuestros sistemas de derecho privado ofrecen base suficiente para extender el aparato sancionatorio de la doctrina del enriquecimiento injusto a las hipótesis que nos ocupan. Desde luego, la extensión se revela francamente hacedera en el derecho español, como viene poniendo de relieve la doctrina especializada, cuyos esfuerzos durante estos últimos años se han dirigido a buscar las vías para obligar al administrador infiel a repatriar a la sociedad el beneficio que haya podido conseguir mediante la violación de sus deberes fiduciarios. Desde el punto de vista jurídico-positivo, el camino se ha encontrado a través de la aplicación analógica a todas o casi todas las violaciones del deber de lealtad (conflicto de intereses, oportunidades de negocios, *insider trading*, etc.) de las reglas contenidas en la legislación sobre sociedades personalistas (v. arts. 1683 CC y 136 C de C españoles), que suelen disponer la restitución del lucro en el caso de violación por el socio de su obligación de no competencia, una obligación –conviene aclararlo- que se deriva del deber general de fidelidad (v. *Paz-Ares* 1991, pp. 1420-1421; más detenidamente *Portellano* 1995, pp. 131 ss.; una orientación similar, *Llebot*, 1996b, p. 70; en el derecho alemán, en algunos casos se reconoce también una *Erstattunganspruch*: v. referencias en *Abeltshauser* 1988, pp. 424-426). Como era de esperar, esta solución viene propugnándose asimismo dentro de las propuestas legislativas para los países emergentes<sup>47</sup>.

### **10.2. Daños punitivos y cláusula penal**

---

<sup>46</sup>La lógica económica del *disgorgement* en los casos de violación del deber de lealtad ha sido estudiada en estos términos por *Cooter y Freedman*, 1991, pp. 1045 ss.; en términos distintos –considerando que puede llevar a una sobreprevención de conductas socialmente óptimas- *Easterbrook y Fischel*, 1993, pp. 441-443. El argumento, sin embargo, no es convincente. Ellos consideran que eso estaría justificado si buscásemos una prevención absoluta (*unconditional deterrence*), pero eso no es lo que se busca siempre, pues la sociedad podría contratar. Pero aun no buscando una prevención absoluta, hay que tener en cuenta que la probabilidad de detección nunca es total (es siempre menor de uno), y esto significa que sumar la obligación de restitución no conduce a una prevención incondicional, sino condicional adaptada a la que las partes habrían establecido. Por lo demás, hay que tener en cuenta aquí la lógica de la propiedad, que es la que subraya *Portellano*.

<sup>47</sup>"Remedies for transactions involving a conflict of interest should be specified in the law. The insider who acted while in a conflict of interest situation, should be liable for losses suffered by the company, including lost profits that could have been obtained by contracting on better terms with another party. In cases where it is difficult to prove loss to the company, but possible to show profit to this insider or his family members, or affiliated persons, the insider should be liable up to the amount of profit (*Avilov et al.* 1999, p.29).

Con todo, no hay que depositar demasiada confianza tampoco en la medida anterior. La vía que realmente puede desplegar efectividad es, sin duda alguna, la articulación legal de un sistema de “multas privadas”, que incrementen de forma perceptible y públicamente comunicable el volumen de la sanción.. Esta es, en definitiva, la lógica de los daños punitivos, a que recurren algunos sistemas jurídicos para prevenir las infracciones del deber de fidelidad y, en general, los ilícitos dolosos (v., en general, *Landes y Posner*, 1987, pp. 160-161; *Polinsky y Shavell* 1998, pp. 500 ss.). Nuestra propuesta en este punto consiste en introducir una previsión legal *ad hoc* que contemple para los casos de deslealtad y siempre que se acredite una actuación dolosa, la obligación de abonar a la sociedad una cantidad adicional por el importe que resulte de multiplicar la cantidad obtenida en concepto de daños y de enriquecimiento injusto por un coeficiente determinado (por ejemplo, entre 1'5 y 5). La selección del coeficiente aplicable en cada caso será hecha por el juez en función de la gravedad de la conducta.

No ignoro las resistencias que encontrará esta propuesta entre los juristas españoles y latinoamericanos más celosos de nuestra tradición jurídica. Los daños punitivos representan para muchos de ellos la encarnación de las instituciones extranjeras imposibles de casar con los principios foráneos. No obstante, pienso que este tipo de inquietudes acabarán desvaneciéndose. No lo digo porque detecte en algunas partes de la región una corriente de opinión favorable al trasplante o importación de la figura (quizá el episodio más elocuente lo proporciona el Proyecto de nuevo Código Civil argentino, que ha abierto sus puertas a los *punitive damages* en el capítulo relativo a la responsabilidad extracontractual), sino porque creo que mi propuesta es perfectamente coherente con nuestro sistema de derecho privado. Para apercibirnos de ello, hay que recordar la naturaleza exquisitamente contractual de la responsabilidad de los administradores y, por tanto, situar la discusión en el campo de la responsabilidad contractual. Entonces advertimos que cambian las tornas de la discusión. Los daños punitivos en el ámbito contractual, rechazados por el derecho anglosajón, resultan en cambio admitidos en el derecho continental (v. arts. 1152-1155 CC español). Pues bien, es indudable que las sociedades pueden incorporar a sus estatutos cláusulas penales que garanticen el cumplimiento de los deberes de fidelidad (arts. 1152-1155 CC español). Nada tendría de extraño que una empresa que realiza una salida a Bolsa (IPO), con el fin de maximizar el precio de venta de las acciones, considerase conveniente ofrecer como *bonding* de sus compromisos de lealtad el pago de una cláusula penal. De hecho, en la salida de una determinada empresa española se ha hecho algo similar (caso *Azkar*). Y siendo todo ello así, ¿qué sentido tiene oponer reparos a que lo haga la ley completando un contrato que los inversores no están en condiciones de hacer?

### **10.3. Remedios generales**

No hace falta recordar que, además de las sanciones propias del sistema de responsabilidad a que se ha aludido en los apartados anteriores, quedan siempre los remedios reales: acciones de nulidad, de cesación y de remoción.

## **IV. LA RESPONSABILIDAD POR NEGLIGENCIA. UNA VISIÓN MÁS INDULGENTE**

**§ 11. Bases para el tratamiento del tema**

Como decíamos al comienzo de la exposición, el enfoque unitario del régimen de responsabilidad de los administradores en nuestros sistemas jurídicos ha propiciado dos errores. Uno de defecto en el tratamiento de la deslealtad y otro de exceso en el tratamiento de la negligencia. El error de defecto hemos intentado combatirlo con abogando por una política de severidad. El error de exceso trataremos de corregirlo ahora defendiendo una política de indulgencia. Las razones que justifican esta apuesta por la indulgencia o benignidad en el diseño del régimen jurídico de la responsabilidad por *missmanagement* han sido discutidas suficientemente en la segunda parte del estudio (v. *supra* §§ 3-6). Pueden resumirse así: (i) existencia de un cierto alineamiento natural de los incentivos de los administradores y los intereses de los accionistas en este ámbito, lo cual permite presumir que las conductas negligentes presentan sólo un riesgo moderado para la sociedad; (ii) existencia de mecanismos disciplinarios o de *enforcement* provistos por las fuerzas del mercado, lo cual permite suponer que no hay una especial necesidad de contar con instrumentos legales de protección; y (iii) existencia de una enorme incertidumbre sobre el juicio de negligencia, de la cual se derivan notables costes para la sociedad en términos de sobredisuasión o *overcompliance* (escalada de las retribuciones, dificultades en el reclutamiento de consejeros de calidad; excesiva precauciones en el proceso decisorio; estrategias industriales conservadoras, etc.)

La tarea que hemos de acometer ahora consiste precisamente en explorar como puede introducirse o articularse aquella política de indulgencia en los intersticios de nuestros sistemas jurídicos. Hemos apuntado que una política de esta índole se justifica por la necesidad de corregir los excesos de la que doctrina tradicional sobre la responsabilidad por negligencia de los administradores. Las dimensiones en que encontramos los excesos son similares a aquéllas en que antes encontrábamos los defectos: (i) la relativa a la materia sujeta al control judicial de negligencia; (ii) la relativa a los incentivos existentes para litigar; y (iii) la relativa a las sanciones que corresponde imponer a los directores que cometen faltas de gestión. Debo confesar que este juicio es más bien intuitivo, pues la evidencia de que dispongo no es sistemática, sino simplemente anecdótica y exclusivamente referida a mi país. No quiero decir con ello que abunden los casos en los repertorios de jurisprudencia, aunque han crecido considerablemente a partir del año 1989. Lo que quiero decir es que se ha extendido la sensación de que los administradores están sometidos a un alto riesgo de responsabilidad, y de ello es quizás prueba indiciaria la rápida expansión experimentada por el seguro de responsabilidad civil de consejeros y directivos en los últimos años. La sensación de peligro está vinculada ciertamente a la modernización e internacionalización de nuestra economía, pero también a las señales de dureza lanzadas por el legislador a raíz de la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 (supresión de la franquicia por culpa leve; consagración de la inversión de la carga de la prueba; extensión de la responsabilidad solidaria; ampliación de la legitimación para ejercitar la acción de responsabilidad; etc.). La doctrina ha contribuido también a este proceso propiciando una interpretación muy rigurosa de la normativa legal (extensión en vertical de la solidaridad, definición muy estricta de los estándares de diligencia, de acuerdo con patrones similares a las actividades profesionales, etc.).

Pues bien, partiendo de este *background*, analizamos a continuación algunas fórmulas de las que podríamos echar mano para paliar los problemas detectados.

**§ 12. Excesos en el ámbito de la materia sujeta a escrutinio judicial**

El rigor de las reglas más sustantivas de la responsabilidad de los administradores por negligencia seguramente tiene su origen en prejuicios estrictamente jurídicos o, si se prefiere, en ciertas características de la cultura jurídica tradicional que podríamos asociar con el formalismo, el racionalismo y el centralismo. El formalismo y la tendencia que le es congénita a entender la realidad con categorías formales, se ha traducido en el encuadramiento de la actividad de dirección y supervisión empresarial de los administradores dentro del concepto jurídico de "actividad profesional" y, a partir de ahí, en el sometimiento de sus prestaciones a los estándares de conducta elaborados para este sector (*missmanagement* equivale a *malpractice*). El racionalismo y su pretensión de construir el derecho *more geométrico* ha conducido a elaborar las reglas de responsabilidad de los administradores con el compás, transportando con toda exactitud a este ámbito los criterios generales sobre la diligencia exigible en el cumplimiento de las obligaciones, tal y como estos han cuajado en de nuestros códigos de estirpe romanística (v. art. 1103 CC español). El centralismo jurídico -la confianza desmesurada en el derecho y la desconfianza igualmente desmesurada en el resto de ordenes normativos de la vida social- ha llevado a considerar que la responsabilidad jurídica de los administradores es prácticamente el único mecanismo disponible para garantizar la buena gestión de las empresas. Todos estas circunstancias -que deliberadamente he expuesto en términos exagerados- explican las propiedades sustantivas del régimen de responsabilidad por negligencia que tenemos, que son justamente las que lo hacen más dañino. Las consideraciones que siguen tratan de tener en cuenta lo que parece no haberse tenido en cuenta siempre -las particulares circunstancias en que se desarrolla en proceso de toma de decisiones en el sector de los negocios y los mecanismos no jurídicos que coadyuvan a su correcto desenvolvimiento- valorando la oportunidad de estrechar el ámbito objetivo y la extensión subjetiva del control judicial de la negligencia.

**12.1 Discrecionalidad de las decisiones empresariales: un espacio de inmunidad.**

La vía más directa para lograr el objetivo perseguido consiste en rebajar el estándar de diligencia exigible. Para ello bastaría con restablecer el llamado "privilegio romano", en cuya virtud los administradores sólo responderían por culpa grave. Esta es la solución adoptada para las sociedades colectivas por nuestro Código de Comercio (art. 144) y fue también la técnica seguida por la Ley de Sociedades Anónimas Española de 1951, que exoneraba de responsabilidad a los administradores que hubiesen actuado con culpa leve u ordinaria en contra de la regla general sobre la diligencia exigible en el cumplimiento de las obligaciones establecida en los Códigos Civiles (v. art. 1103 CC español). Las razones alegadas por la doctrina para justificar esta anomalía dentro del sistema -"la dificultad de discernir si una operación dañosa obedece a negligencia o al riesgo empresarial y la dificultad de reclutar administradores valiosos si se les expone a un riesgo de responsabilidad por faltas leves de negligencia" (*Garrigues*, 1976, I, pág. 164)<sup>48</sup>- coinciden sustancialmente con las que dan soporte a nuestra política de indulgencia. Sin embargo, ello no quiere decir que sea ésta la vía más adecuada para avanzar en el objetivo que nos hemos

---

<sup>48</sup>La jurisprudencia captó igualmente el sentido del privilegio: "la calificación de culpa que el legislador ha establecido en el artículo 79... más que producto de una concreta técnica legislativa, es consecuencia de una inequívoca intención legislativa, al objeto de evitar la resistencia a aceptar el cargo de administrador que se produciría si la responsabilidad se extendiera a las faltas leves de diligencia" (STS 13-X-1986, Ar. 3849)

marcado. El problema reside en su carácter sobreinclusivo<sup>49</sup>. Al operar sobre el módulo de diligencia, la rebaja se extiende a toda la actividad de los administradores y, por tanto, también a la que queda fuera de la zona de incertidumbre: cumplimiento de deberes específicos establecidos por la ley y por los estatutos (por ejemplo, convocar Junta, formular cuentas, informar a los reguladores, etc.); monitoreo de las situaciones de conflicto de interés dentro de la compañía; etc. Y la verdad es que no hay razón alguna para que la franquicia se extienda a estos ámbitos, puesto que en ellos la actividad de los administradores no está sujeta a un elevado riesgo de error, que es justamente lo que justifica la indulgencia.

La vía a seguir consiste justamente en aislar aquella zona de actividad de los administradores en que la responsabilidad puede ser más costosa para la sociedad y sus accionistas. Esa zona es, sin duda alguna, el ámbito de las decisiones empresariales de las decisiones que afectan a las operaciones de negocio de la compañía, pues en ellas la incertidumbre sobre el juicio de negligencia es extrema. Una vez aislada, lo indicado es proteger *la discrecionalidad técnica de los administradores* y por tanto la inmunidad de las decisiones que adopten en ese ámbito al control jurídico. La propuesta equivale a incorporar a nuestros sistemas jurídicos la *business judgement rule*, tempranamente desarrollada por la jurisprudencia norteamericana. Las razones que justifican a sustracción de este ámbito al escrutinio judicial debieran ser ya conocidas a estas alturas: (i) no existe una *lex artis* consolidada que pueda servir de referencia para juzgar las decisiones; no existe y no sería bueno que existiese toda vez que lo que se espera en este ámbito es la innovación y la asunción de riesgos; (ii) los jueces están poco preparados para la adopción de este tipo de decisión y es que, además y en todo caso, no parece sensato sustituir las decisiones empresariales por decisiones judiciales (una política judicial agresiva con los errores de gestión equivaldría a replicar los costes de la gestión e intervención de las empresas por el Estado; y (iii) se produce además un riesgo adicional asociado al "sesgo de selección", pues las demandas tienden a proliferar cuando ha habido malos resultados y, por lo tanto, puede resultar difícil resistir a la tendencia o tentación de pensar que el origen de los daños que han aparecido *ex post* está en decisiones negligentes adoptados *ex-ante* (para una buena aproximación a esta materia en nuestra doctrina v. *Llebot* 1996, pp. 73-84; 1996b, pp. 62-65; y en la literatura de origen, con diferentes puntos de vista, v. *Clark*, 1986, pp. 125 ss.; *Eisenberg*, 1990, pp. 945 ss.; *Fischel*, 1985, pp.1437 ss.)<sup>50</sup>.

La prensa de estos días de atrás nos informaba que un grupo de pequeños accionistas del Banco de Santander Central Hispano ha promovido una acción de responsabilidad contra su Consejo de Administración por los daños causados por "las desastrosas inversiones efectuadas por el Banco en Argentina", que según datos aportados en la demanda han supuesto un perjuicio de 1.792 millones de euros para la sociedad. (*El Mundo*, lunes 1 de abril de 2002, p. 25). Pido al lector que se pare un momento a pensar

---

<sup>49</sup>Nuestra doctrina criticó ampliamente el precepto, pero por razones más bien asociadas al formalismo y centralismo al que antes se ha hecho referencia (v. *Girón*, 1960, p. 921; *Quijano*, 1985, p. 142; etc).

<sup>50</sup>La regla del juicio empresarial ha sido codificada o consolidada en la letra (c) de la sección 4.01 de los *Principles of Corporate Governance* del American Law Institute en los siguientes términos: "A director or officer who makes a business judgement in good faith fulfils the duty under this Section [ésta sección que formula el deber general de diligencia] if the director or officer: (1) is not interested (...) in the subject of the business judgement, (2) is informed with respect to the subject of the business judgement to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under circumstances; and (3) rationally believes that the business judgement is in the best interests of the corporation" (ALI, 1996, I, p. 139).

las dificultades que tendría administrar las sociedades en un país en la que proliferasen demandas de esta naturaleza. Lo usual es que al final acabase prevaleciendo un *principio de prudencia*, como ha sucedido en la célebre sentencia del Tribunal Supremo español en el caso de la papelera *San José* (v. STS 11-5-1991 (Ar. 3637)). Una decisión de aprovisionamiento de pasta de papel que se obtuvo a buen precio a cambio de un anticipo de fondos es considerada negligente porque después la empresa que debía entregar el pedido, que ciertamente estaba en dificultades, quiebra. El Juez indica que “*no se pueden llevar a cabo operaciones de tal naturaleza sin adecuadas garantías*” y, en definitiva que es objetable porque “*a tenor del diferencial obtenido y el factor riesgo asumido, desde un principio de prudencia, que debe dominar toda gestión empresarial, la operación [...] no respondía satisfactoriamente a las condiciones de compra óptimas*”. A mí sólo me queda recordar aquí que “el concepto de una persona prudente no es deseable en el ámbito de la dirección empresarial. Por razones de *public policy*, la innovación y la asunción de riesgos deberían de ser alentados” (Sorensen, 1988, p. 573, nota 66).

La objeción de que a menudo es objeto esta propuesta en mi país y me parece que también en el resto de los países latinoamericanos es una objeción cultural: se trataría una vez más de la importación de un invento americano incompatible con nuestra tradición. La objeción podría replicarse nuevamente apelando a las ineficiencias de la *path dependence* que subyace al argumento de la incompatibilidad con la tradición. Pero es que en este caso puede decirse más. Puede decirse que si la creación de una forma de inmunidad para los errores de gestión está justificada en alguna parte, ésta es justamente en nuestros países, y ello (i) porque los jueces son menos sofisticados, están menos familiarizados con las interioridades de las operaciones mercantiles y financieras y, además, tienen una tendencia más burocrática y formalista; (ii) porque los *managers* de las compañías necesitan aún menos que en el ámbito anglosajón del escrutinio judicial porque están sujeto al ojo vigilante de los accionistas de control (recuérdese que en nuestro ámbito los mercados de capitales presentan una estructura de propiedad muy concentrada<sup>51</sup>); y (iii) porque es sobre todo en nuestras tradiciones donde hay más necesidad de crear las condiciones para que se desarrolle una cultura de riesgo e innovación.

De hecho, en muchas ocasiones nuestros jueces se ven en la necesidad de caminar en esa dirección. las decisiones más sensatas de nuestros jueces se orientan ya en esa dirección. Una reciente sentencia de la Audiencia Provincial de Córdoba, a pesar de estar inserta en una zona de escaso desarrollo industrial, es particularmente elocuente. En ella se aboga por reconocer a los administradores “*un cierto status privilegiado en lo que concierne al régimen de responsabilidad imputable por su actuación orgánica al frente de la sociedad, de modo que no se llegue a poner en peligro la integridad de su patrimonio personal*”. De no compartirse esta opinión, agrega la Sala “*estaríamos convirtiendo la actividad de los administradores en una profesión de alto riesgo [...] El daño puede ser atribuible a una gran diversidad de factores, la mayoría de los cuales no deberían imputarse directamente a la gestión de los administradores por ser ellos -*

---

<sup>51</sup>Tan es así que algún estudioso ha aventurado la tesis de que la concentración de propiedad que exhiben los países de la Europa continental puede deberse, no tanto a la falta de protección de los accionistas minoritarios frente al riesgo de expropiación (que es la idea fundamental de la investigación más aceptada hoy en *law & finance* y que inspira nuestro razonamiento), sino más bien a la necesidad de establecer un control directo del *missmanagement* (v. *Roe* 2002, pp. 26-37). La conjetura es que “if the risk of

sobre todo cuando son partícipes- los primeros interesados en el éxito económico. Ha de tenerse en cuenta que, en casi todas las ocasiones, las decisiones que la sociedad requiere supone la asunción de riesgos que son, precisamente, los que justifican los beneficios” (SAP Córdoba 27-1-1997; ARC, 1997-1, p. 94)<sup>52</sup>. Por lo demás, ésta es la tendencia que advertimos en los movimientos de reforma más actuales en el derecho ámbito continental e incluso en el ámbito de los países emergentes. En este sentido, seguramente el país más resistente tradicionalmente a la *business management rule* ha sido Alemania y al final ha debido rendirse<sup>53</sup>.

Naturalmente la sustracción al escrutinio judicial de los actos de gestión empresarial ha de quedar condicionada al cumplimiento de ciertas condiciones previas, y, en particular: (i) a que los administradores hayan obtenido una información razonable sobre la decisión; (ii) a que hayan seguido los procedimientos formales establecidos; y tercero y sobre todo (iii) a que no exista conflicto de interés o interés personal en cualquier consecuencia colateral de la decisión. Sobre su alcance no parece necesario detenerse ahora.

### **12.2 Excepción: el “deber de independencia”**

Si la decisión se adopta por los administradores en una situación de conflicto de interés, estamos dentro del deber de lealtad. No obstante, es aconsejable excluir del beneficio de la inmunidad aquellos supuestos en los que los administradores están llamados a supervisar transacciones que pueden entrañar conflictos de intereses entre los managers directos y la compañía. Los casos típicos son: (i) fijación de retribuciones de otros administradores y ejecutivos; (ii) medidas defensivas en batallas por el control; (iii) aprobación de transacciones vinculadas; (iv) *greenmail* y recompra de acciones propias; etc. Todos ellos son casos mixtos, pues envuelven a la vez decisiones empresariales (que no deben ser intervenidas) y posibles

---

managerial error varies widely from nation-to-nation, or from firm-to-firm, ownership structure should vary equally widely, even if conventional corporate law tightly protects shareholders”.

<sup>52</sup>En otras ocasiones se llega a los mismos resultados considerando que deben entenderse excluidos los supuestos de "culpa levísima de difícil valoración en las operaciones mercantiles" (STS 11 de octubre de 1991; SAP Madrid 24-6-1993; RGD 589 (1993), p. 10532; SAP Toledo 12-12-1994; AC 1995-1, p. 780).

<sup>53</sup>En Italia destaca la sentencia de la *Corte Cassazione* de 12-XI-1965 (num. 2359) y en doctrina, *Bonelli* 1991, pp. 361 ss.; en Suiza, *Grass* 2000, pp. 3 ss.. Incluso el país más reactivo -Alemania- ha acabado rindiéndose. El hito ha sido la decisión en el caso *Arag* del Tribunal Supremo Alemán, al que siguió el celebre estudio del profesor *Peter Ulmer* sugiriendo añadir un nuevo apartado al § 93 *Aktiengesetz* en los siguientes términos: “*Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn der Schaden durch unternehmerisches Handeln im Interesse der Gesellschaft auf der Grundlage angemessener Informationen verursacht wurde, auch wenn dieses Handeln sich aufgrund späterer Entwicklungen oder Erkenntnisse als für die Gesellschaft nachteilig erweist*”. La propuesta de *Ulmer* ha sido acogida fervorosamente por *Regierungskommission* (2001), nm. 70. En los “principios generales de derecho de sociedades para las economías en transición” se aboga igualmente por la consagración legislativa de la regla del juicio empresarial: “There is good reason to limit the circumstances in which members of a company’s management organs are liable for actions taken in good faith and without a conflict of interest. Business decisions necessarily involve risk, and must often be taken based on limited information. Some risky decisions will prove highly profitable, while others will look foolish with the benefit of hindsight. If managers can be found liable for decisions that look foolish in hindsight, they will be reluctant to take risks. Moreover, judges are not very well placed for assessing whether a business decision that has turned out badly was reasonable at the time it was taken” (*Avilov et al.*, 1999, p. 40; v. también *Black et al.* 2001, p. 563). Esta es la tendencia también que se advierte en los más recientes trabajos de reforma en Australia y Nueva Zelanda, que claramente optan por codificar la *business judgement rule* (v. Información en *Farrar* 1998, pp. 49 ss.). Es interesante la formulación propuesta en el Informe “Directors’ Duties and Corporate Governance” realizado por *The Attorney General’s Department to the Treasury and the Corporate Law Economic Reform Program Proposals for Reform*, cuyo tenor literal es el siguiente: (1) An officer of a corporation is taken to meet the requirements of subsection 232 (4) and the general duty of care and diligence in respect of a business judgement made by them if the officer: (a) exercises their business judgement in good faith for a proper purpose; does not have a material personal interest in the subject matter of the business judgement; (c) informs themselves about the subject matter of the business judgement to the extent the officer reasonably believes to be appropriate; and (d) rationally believes that the business judgement is in the best interest of the corporation. (2) In this section “business judgement” includes any decision to take or not to take an action in respect of a matter relevant to the business operations of the corporation. (3) Subsection (1) does not operate in relation to any other provision of this Law or any other Act or any Regulation under which an officer may be liable to make payment in relation to any of their acts or omissions as an officer”.

conflictos de intereses (sujetos a reglas muy estrictas). Para ellos se ha propuesto un *tertium genus* que se hallaría a mitad de camino entre el deber de diligencia y el deber de lealtad: *el deber de independencia*. De lo que se trata es con él es de elaborar criterios que nos ayuden a responder a esta pregunta: ¿cómo habría actuado un consejo verdaderamente independiente?. En principio parece que lo lógico aquí es un régimen intermedio: no tan indulgente como la responsabilidad por negligencia ni tan severo como la responsabilidad por fraude (para un desarrollo analítico de este sistema v. *Palmiter*, 1989, pp. 1351 esp. 1446-1448; me parece que en una línea similar se orienta *Black* cuando propone un "duty of special care": v. *Black* 2001, pp. 26-28)<sup>54</sup>.

### **12.3 Las diferentes posiciones del administrador**

La política de indulgencia que venimos defendiendo aconseja también restringir o *moderar el alcance subjetivo de la responsabilidad por negligencia de los administradores*. De lo que se trata, una vez más, es de que el derecho no se interprete o fabrique de espaldas a la realidad. En este ámbito son varios los aspectos a destacar:

a) El primero tiene que ver con la creciente diferenciación de funciones dentro del órgano colegiado de administración, en el que conviven consejeros internos (con funciones ejecutivas) y consejeros externos (con funciones de control), un proceso que, en última instancia, obedece a la progresiva consolidación del llamado *modelo de supervisión* y al ocaso correlativo de los modelos tradicionales –el modelo gerencial, el modelo representativo y el modelo participativo (v., para una primera aproximación, *Paz Ares*, 2001, pp. 5 ss.). Esto no significa, obviamente, que hayan de separarse radicalmente las responsabilidades de uno y otro tipo de consejeros<sup>55</sup>. Pero es indiscutible que determina la necesidad de modular sus deberes de diligencia en atención a su papel en el consejo. Esta diferente modulación del deber de diligencia tiene múltiples proyecciones, siendo sin duda la más relevante la relativa a la información. Dada la asimetría existente en este punto entre consejeros internos y consejeros externos, es preciso sentar una regla de confiabilidad en la información interna, en cuya virtud los administradores no incurrirán en responsabilidad cuando adopten decisiones confiando en la información, opiniones y prestaciones de comisiones y consejeros delegados, directivos y empleados de la sociedad, cuya competencia y credibilidad no ofrezcan motivo razones para la duda<sup>56</sup>.

b) La segunda observación versa el carácter solidario de la responsabilidad de los administradores que consagran todos los ordenamientos de área hispano-americana (art. 133.3 LSA española; art. LGS peruana; art. 274 LSC argentina; etc.). Cómo es sabido, la regla de la solidaridad es un precipitado necesario

---

<sup>54</sup>Quedan fuera de este ámbito las decisiones estratégicas de diversificación, over-investment, over-expansion (*empire buildings*), reluctance to take on profitable but job-threatening risks, etc. Aunque ciertamente plantean intereses encontrados, pertenecen al núcleo de la *business judgment rule*. La forma de combatirlas es creando cultura corporativa en torno al principio de maximización del valor de la empresa y adoptando políticas e incentivos (v.gr.: *stock options*) aptos para neutralizar sus riesgos (v. *Jensen* 2000)

<sup>55</sup>La ventaja del sistema monista configurado de conformidad al modelo de supervisión radica precisamente en que separa las funciones, pero no escinde las responsabilidades. Y como fácilmente se advierte, la vía más efectiva para hacer efectivo el control consiste en responsabilidad de la gestión al propio órgano de supervisión (v. *Paz Ares*, 2002, p. 6)

<sup>56</sup>v. ALI, I., 4.02, 4.03. De insertarse una regla de esta naturaleza en la reforma legislativa, no sería necesario distinguir entre consejeros internos y consejeros externos, sino simplemente valorar de manera diversa lo que, en uno y otro caso, es "motivo razonable para la credibilidad".

del principio de colegialidad que rige el funcionamiento de los órganos de administración, y en esa medida es formalmente irreprochable. Ahora bien, es una regla que no puede aplicarse mecánicamente, “tirando del compás”. Incluso dentro de su ámbito de aplicación propio –que es el del Consejo actuando como tal<sup>57</sup>-, ha de modularse en atención al principio de división del trabajo, allí donde está organizativamente justificado. En efecto, una división del trabajo correctamente establecida debe operar como “cortafuegos” de la responsabilidad, y así viene entendiéndolo ya la doctrina más atenta (v. *Raiser*, 1986, p. 71 y, en cierto modo, admitiendo cláusulas estatutarias encaminadas a producir ese resultado, nosotros mismos en *Paz-Ares*, 1997, p. 166).

c) Finalmente, es de reseñar el buen camino iniciado en solitario por el derecho argentino en la dirección que acaba de apuntarse. Nos referimos a la reforma del art. 274 LSC operada por la Ley 22.903, en cuya virtud, y sin perjuicio de la regla general de solidaridad, “la imputación de responsabilidad se hará atendiendo a la actuación individual cuando se hubieran asignado funciones en forma personal de acuerdo con lo establecido en el estatuto, el reglamento o decisión asamblearia”. El precepto agrega que “la decisión de la asamblea y la designación de las personas que han de desempeñar las funciones deben ser inscriptas en el Registro Público de Comercio como registro para la aplicación de este párrafo”. La norma es sabia porque rebaja considerablemente la incertidumbre, facilita el proceso de toma de decisiones y, en última instancia, permite establecer organizaciones más eficientes. Imaginamos que su introducción pudo crear resquemores y toparse con resistencias por parte de los que no estaban dispuestos a abdicar del dogma heredado de la solidaridad. De ahí que la Comisión Redactora se haya visto obligada a precisar en las *Consideraciones Generales* que acompañaron a la Ley 22.903 que “la modificación no implica atenuar o atemperar la responsabilidad de los integrantes del órgano de administración, sino atender a la actuación individual (sic)”. Lo cierto es, sin embargo, que el efecto producido no puede ser otro que una nueva erosión del carácter solidario de la responsabilidad, que la doctrina suele negar (v., por ej., *Halperín y Otaegui*, 1998, p. 000). A nuestro juicio esto es innegable<sup>58</sup>. Pero hay más. Si realmente se desea terminar el viaje emprendido, es preciso dar un paso más y prescindir de la requisitoria formal que acompañó a la reforma. La actuación individual debe ser el estándar de enjuiciamiento siempre y cuando se hayan asignado funciones de

---

<sup>57</sup>No hace falta decir que, en atención justamente al principio de colegialidad que la justifica, la regla de la solidaridad sólo opera horizontalmente y, en ningún caso, puede extenderse en vertical, a los órganos delegados orgánicamente –consejeros delegados y comisiones ejecutivas- o contractualmente. No obstante, si hacemos esta precisión es porque advertimos una peligrosa tendencia de rigor en nuestra doctrina más reciente, cuyos resultados conducen a alargar la solidaridad entre órganos delegantes y órganos delegados, con la grave consecuencia de que en casos de faltas de los órganos delegados, se imputa al órgano delegado –al Consejo de Administración- la carga de la prueba de no haber actuado negligentemente (*Alonso Ureba*, 1991, p. 723; *Fdez. de la Gándara*, 1996, p. 300; etc.). Un planteamiento de esta naturaleza resulta no sólo insoportable económicamente, sino también insostenible jurídicamente. Para enfocar debidamente esta cuestión ha de partirse de una circunstancia indiscutible, y es que la delegación de facultades modifica el contenido de los deberes de los miembros del órgano de administración: se transfiere el deber de administrar y sólo se retienen los deberes de designar, instruir y vigilar, lo que ha dado en llamarse la “función general de supervisión” (*Comisión Especial* 1998, pp. 16-17). Consiguientemente, el juicio de diligencia debe proyectarse sobre los cometidos materiales de cada cual (v. *Iglesias*, 1972, pp. 130-131; *Polo*, 1992, pp. 465-467; *Quijano*, 1985, pp. 286-287; *Sánchez Calero*, 1991, pp. 928-93; y algo confuso *Esteban Velasco*, 1995, p. 5914). Para enjuiciar al órgano delegado, habrá que examinar si cumple diligentemente con su deber de gestionar; para enjuiciar al órgano delegante, habrá que ver si cumple con diligencia sus deberes de supervisión. Por tanto, el hecho de que encontremos “en renuncio” al primero no autoriza por sí sólo para descalificar la actuación del segundo. Cada palo debe aguantar su juicio.

<sup>58</sup>Y, en este sentido, no podemos sino compartir la opinión expresada por *Gagliardo*, 1997, p. 535: “mediando los recaudos impuestos por la reforma (art. 274, seg. ap.) se limitan o circunscriben los efectos de la solidaridad pasiva de origen legal, lo que por vía de consecuencia configura una acertada solución normativa”.

conformidad a criterios justificados de división del trabajo<sup>59</sup>. Y en esta línea, seguramente no estaba mal encaminado el último inciso que se agregaba al art. 274 I LSC en el viejo *Anteproyecto de Ley de Transparencia*. Decía así: “La imputación de responsabilidad se hará en todos los casos atendiendo a la actuación individual del responsable”<sup>60</sup>.

### **§ 13. Excesos de litigación**

En el plano de la litigación, la política de indulgencia que venimos defendiendo se dirige a minimizar la litigación -y, a poder ser, a evitar aquélla de carácter meramente estratégico o frívolo-, cuyo nivel socialmente óptimo conjeturamos que debe ser muy bajo. Es cierto que cuando el derecho es indeterminado, la litigación puede resultar socialmente beneficiosa en la medida en que crea la oportunidad para que los Jueces detallen el derecho y de esta manera contribuyan a reducir la incertidumbre jurídica y las ineficiencias que le son inherentes. Por tanto, cabría argüir aquí, al igual que hemos hecho cuando tratamos el problema de la deslealtad, que la litigación puede ser coste efectiva y socialmente deseable. En nuestra opinión sin embargo, este argumento resulta poco convincente en el ámbito de la negligencia, y ello porque en este terreno -especialmente cuando tiene por objeto decisiones empresariales- la información que puedan proporcionar los Jueces es de escaso valor y muy condicionada al caso. Nuestra sospecha es que los beneficios que pueden obtenerse en términos de desarrollo de la doctrina jurídica y de reducción del riesgo de responsabilidad puede no justificar el coste sustancial de la litigación de los accionistas. La consigna por tanto ha de ser minimizar la litigación y, desde luego, evitar la litigación frívola. Para ello disponemos de algunas vías:

#### **13.1 Restricción de la legitimación para entablar la acción de responsabilidad**

Por las mismas razones que venimos exponiendo, no parece que en este punto sea necesario admitir la acción promovida por el accionista individual y, en general, otorgar la legitimación procesal a cualquier accionista y, menos aún, subvencionar su litigación en los términos en que hemos propuesto en relación a la exigencia de responsabilidad por infracción del deber de lealtad (v. *supra* 9.1). En este caso es oportuno mantener nuestros tradicionales sistemas de ejercicio de la acción social de responsabilidad y, en particular, condicionar la legitimación a la posesión -individual o agrupada- de un paquete significativo en la sociedad (por ejemplo, el 5%)<sup>61</sup>. La necesidad de disponer de una participación significativa en la compañía puede servir además para evitar una buena parte de la litigación frívola o de la litigación estratégica, realizada con fines poco confesables. La participación significativa puede tomarse, en efecto, como indicio o evidencia de un verdadero interés como accionista.

#### **13.2. Carga de la prueba**

Otra forma indirecta de reducir la litigación consiste en elevar los costes probatorios de los potenciales demandantes y, para ello, ha de considerarse la oportunidad de poner a su cargo la carga de la prueba. De

---

<sup>59</sup>La responsabilidad colegial sólo operará cuando los criterios de división del trabajo no estén justificados y nos encontremos ante una treta para pasar a otros la “patata caliente” y ponerse al abrigo de responsabilidades.

<sup>60</sup>Debo agradecer a los Dres. Odriozola y Villegas el haber despejado las dudas que inicialmente me suscitó el precepto.

<sup>61</sup> Parece excesivo en cambio las cuotas de participación en el capital que exigen algunos derechos latinoamericanos como el peruano o el mexicano que exigen un 33%.

este modo se alivia además el riesgo de responsabilidad de los administradores. El criterio que ha acabado por prevalecer en la práctica española y en algunos países latinoamericanos no se compadece, una vez más, con las exigencias de una política de indulgencia y de la racionalidad económica que la soporta, y ello porque impone a los administradores la carga de desvirtuar las acusaciones de negligencia de que hayan podido ser objeto. “Al actor –se afirma generalizadamente- le bastará con alegar el incumplimiento por el administrador de las obligaciones propias del cargo”. El demandado ha de probar “la ausencia de culpa, es decir, el empleo de los medios disponibles para impedir la ejecución de la medida dañosa” (*Fdez. de la Gándara*, 1996, p. 22; *Alonso Ureba*, 1991, p. 690; *Machado*, 1997, p. 326; etc.; en el derecho argentino parece prevalecer un criterio similar)<sup>62</sup>. Un planteamiento de esta naturaleza, seguramente propiciado por la generosidad con que nuestros tribunales invierten la carga de la prueba en el ámbito de la responsabilidad extracontractual, pretende justificarse con la idea de la disponibilidad y facilidad de la prueba<sup>63</sup> y fundamentarse legalmente en el régimen de solidaridad de los administradores, del que sólo puede escapar quien pruebe que no ha participado en la adopción de la decisión (arts. 133.2 LSA española; 274 LSC argentina; etc.). El paradigma de esta posición lo representa el derecho alemán, cuyo S 93 II *Aktiengesetz* expresamente previene que en caso de duda el *onus probandi* incumbe a los administradores<sup>64</sup>.

En nuestra opinión, sin embargo, este criterio deber ser revisado. En efecto, si ante cualquier daño experimentado por la sociedad a consecuencia de una decisión de los administradores, obligamos a éstos a demostrar que no han actuado con culpa (culpabilidad) y que no han actuado contraviniendo algún deber (antijuridicidad), estamos exacerbando el problema de la *overcompliance* asociada a la incertidumbre en que deben adoptar sus decisiones los administradores (v. las sugerentes reflexiones sobre la incidencia del régimen de la prueba en este aspecto de *Calfee y Craswell*, 1986, pp.295 ss.) y propiciando el dispendio en medidas de precaución anticipadas que puedan ayudar a preconstituir la prueba (“murallas de papel”, etc.). El resultado nuevamente se revela contraproducente para el interés social. Por ello, sugerimos reconducir la doctrina más consolidada a los cauces de la llamada *Normentheorie*, a tenor de la cual incumbe a cada parte la prueba de los presupuestos de aplicación de la norma que le resulta favorable. En el fondo, nuestra propuesta es muy simple; únicamente pide el restablecimiento efectivo de las normas generales del derecho de obligaciones (*incumbit probatio qui dicit, non qui negat*)<sup>65</sup>.

---

<sup>62</sup>Se comprende sin esfuerzo que esta doctrina es tributaria de una cultura institucionalista, que aboga en todo momento por extremar el rigor de la responsabilidad de los administradores. Resulta particularmente elocuente la argumentación “político-jurídica” que aduce *Quijano*, 1999, pp. 547 ss. en defensa de la inversión de *onus probandi*, en buena medida influenciada por el *Informe Preite*, profusamente difundido en Italia.

<sup>63</sup>Ahora reconocida en el art. 217.6 LEC (los administradores estarían típicamente más cerca de los medios de prueba que la quienes ejercitan la acción de responsabilidad)

<sup>64</sup>“Die Beweislastumkehr nach S 93 II 2 geht über den allgemeinen zivilrechtlichen Grundsatz hinaus, wonach der Schuldner die Sorgfältige Pflichterfüllung zu beweisen hat (vgl. SS 282, 285 BGB) und wir von den Gerichten extensiv verstanden” (*Raiser* 1992, pp. 113-114).

<sup>65</sup>Este principio se recogía en el viejo art. 1214 CC, refundido ahora en los apartados 1 y 2 del art. 217 LEC abonan la misma idea del art. 1214 CC, a tenor del cual incumbe a quien reclama probar los extremos en que se funda su pretensión. El riesgo que se corre actualmente está en el apartado 6 del citado precepto, que otorga al Juez poderes para moderar o corregir el régimen general de la carga de la prueba en virtud del criterio de la “disponibilidad y facilidad probatoria”.

Hay que señalar, en fin, que la propuesta que efectuamos es perfectamente consistente con las reglas de la solidaridad. Dichas reglas consagran el carácter solidario de la responsabilidad de los miembros del Consejo de Administración y ciertamente establecen a renglón seguido que los consejeros sólo podrán exonerarse de responsabilidad probando que no han contribuido y que incluso se han opuesto a la decisión mediante la cual se aprobó el acto lesivo, pero de ahí no puede extraerse, como de ordinario se hace, la conclusión de que el *onus probandi* esté invertido en materia de responsabilidad de los administradores. Los preceptos en cuestión tienen un alcance mucho más limitado. Para aperecernos de ello hemos de tener en cuenta que una cosa es la prueba de la responsabilidad del órgano y otra, muy distinta, la prueba de la responsabilidad de sus miembros. Lo único que dicen las disposiciones mencionadas es que, una vez probada la responsabilidad del órgano, se presume la responsabilidad de sus miembros. Pero de esta presunción secundaria, justificada por la imposibilidad de acceder a las declaraciones secretas de un cuerpo colegiado, no puede inferirse una presunción primaria. La carga de la prueba de la responsabilidad del órgano ha de asignarse con arreglo a los principios generales ya vistos, que necesariamente conducen a poner a cargo del demandante la prueba de la culpa y de la infracción de los deberes de diligencia de los administradores demandados (resultan muy atinadas a este respecto las observaciones de *Esteban Velasco*, 1995, pp. 5913-5914).

### **13.2 La transacción como “operación vinculada”**

Una contemplación sistemática del problema de la responsabilidad de los administradores por negligencia exige reflexionar también sobre la transacción. Este es un tema que, a nuestro modo de ver, ha de facilitarse, pero al propio tiempo ha de rodearse de las debidas garantías, pues en él puede producirse una situación de conflictos de intereses que ponga en juego los deberes de lealtad de los administradores. Bajo esta perspectiva, parece lógico someter la transacción al mismo régimen que cualquier otra operación vinculada.

#### **§ 14. Exceso de sanción, con un *excursus final*.**

El último plano sobre el que puede hacerse efectiva una política de indulgencia es el relativo a las sanciones. Desde el momento en que la sanción consiste "simplemente" en la reparación del daño causado, alguien podría objetar nuestro propio planteamiento, que presupone que existe un exceso de sanción. Quien así pensara estaría viendo fundamentalmente la cuestión desde la perspectiva de la función compensatoria de la responsabilidad civil (cosa que tiene un carácter bastante quimérico debido a la desproporción entre los daños posibles y los patrimonios disponibles) y no desde su función preventiva, que es la que aquí se ha privilegiado. Porque examinando la cuestión bajo esta óptica enseguida se advierte que cuantificar la sanción en función del daño puede ser contraproducente para la propia sociedad. Hay que tener en cuenta que los administradores bien pueden ser muy aversos al riesgo, especialmente cuando están expuestos a perder grandes cantidades de dinero en relación a su fortuna personal. La aversión al riesgo puede resultar extraordinariamente costosa para la sociedad puesto que exagera el problema de las políticas conservadoras y el dispendio en cautelas dirigidas a minimizar el riesgo de responsabilidad. En las reflexiones que se ofrecen a continuación se encuentran algunos elementos que pueden servir para contrarrestar este problema.

#### **14.1 Limitación cuantitativa de la responsabilidad**

Nuestra primera sugerencia en este campo consiste justamente en establecer legalmente una limitación cuantitativa de la responsabilidad de los administradores por negligencia en atención a un múltiplo del importe global de su retribución anual (por ejemplo, 5, y o 10 anualidades). Naturalmente, la violación debe condicionarse a algunos presupuestos elementales, tales como que la violación del deber de cuidado no sea consciente o intencional, no implique un beneficio personal para el director y no sea el resultado de una abdicación continuada de sus deberes para con la sociedad<sup>66</sup>. El objetivo fundamental que se persigue con la limitación cuantitativa de la responsabilidad es reducir la *elevadísima* aversión al riesgo que alternativamente sufriría el administrador con las nocivas consecuencias que ello puede tener -como sabemos- para el interés de la sociedad<sup>67</sup>. Hay que tener en cuenta, además, que la limitación es especialmente apropiada cuando la indeterminación del derecho es alta y la probabilidad de corrupción del agente es baja (el argumento ha sido desarrollado por *Kraakman* 1986, pp. 78-79); y esto es justamente lo que ocurre con el deber de cuidado: el derecho que lo gobierna es una de las piezas más genéricas o indeterminadas del sistema jurídico y los administradores que quedan sujetos a él son de ordinario personas que no tienen incentivos para obrar negligentemente, pues actuar así -según se ha recordado ya- no les reporta ningún rendimiento directo (v. *supra* 4). El atractivo de la regla de la limitación de la responsabilidad reside, en definitiva, en su capacidad para establecer un compromiso de los accionistas (a que la responsabilidad surta algún efecto preventivo sin crear incentivos fuertes para políticas conservadoras) y el interés de los administradores (a tener certidumbre sobre el importe máximo de su responsabilidad y no quedar expuestos al riesgo de tener que hacer desembolsos desproporcionados a su patrimonio, a su remuneración y a su dedicación). Ciertamente, cabría argüir que ese compromiso deja de ser necesario una vez que el riesgo de responsabilidad se ha reducido a través de la *business judgement rule* y de las medidas que hemos sugerido anteriormente para reducir el nivel de litigación. No obstante, nosotros no vemos estas iniciativas como sustitutivas, sino más bien como complementarias. Aunque la *business judgement rules* debería servir como primera barrera de protección de los administradores, un administrador diligente que satisface cumplidamente el estándar de cuidado debido puede temer que el juez no perciba adecuadamente los hechos reales.<sup>68</sup>

Las objeciones que podrían dirigirse contra esta propuesta desde el punto de vista jurídico -(i) que no cumple la función compensatoria que se espera de la responsabilidad; (ii) que resulta inequitativo para los accionistas; y (iii) que no es consistente con los principios de nuestra tradición jurídica- son todas ellas más aparentes que reales. Para aperebirmos de ello hemos de hacer tres precisiones, que frecuentemente se pasan por alto.. La primera tiene por objeto recordar que la responsabilidad de los administradores es

---

<sup>66</sup> Una propuesta similar ha sido avanzada por Bernard Black para la reforma del *Corporate Governance* en Corea. He aquí los términos en que la formula: “Articles 399 and 401-402 of the Commercial Code should be amended to provide that the personal liability of an independent director will be limited, in the case of non-wilful breaches of duty non-involving personal benefit for the director or the director’s family, to a multiple (such as think?? of times) of the director’s total annual compensation from the company (including the value of non-cash compensation)” (Black 2001, p. 563).

<sup>67</sup> Podrían citarse otros beneficios adicionales de la limitación de responsabilidad tales como: (i) la posibilidad de una mejor aplicación judicial de los deberes de diligencia, pues los jueces son reacios a imponer indemnizaciones que se perciben como enormes por infracciones cuyo reproche social no es elevado; (ii) la reducción de la litigación; (iii) la rebaja del coste del seguro de responsabilidad civil; etc., pero entendemos que ninguna de ellas resulta especialmente relevante.

<sup>68</sup> Justamente por ello resulta también recomendada por los *Principles of Corporate Governance* de la *American Law Institute* en su *Section 7.19* (ALI 1994, II, p. 240).

responsabilidad contractual y, en consecuencia, que no está sujeta al imperativo propio de la responsabilidad extracontractual, cuya función primordial es la compensación de las víctimas (por lo demás en este contexto la compensación es menos realizable y menos urgente). La segunda es que la limitación de la responsabilidad propuesta, lejos de ser inequitativa para los accionistas, puede justificarse precisamente sobre la base de la equidad o *fairness*, porque la responsabilidad potencial en los casos en que se aplique sería en otro caso excesiva en relación a la naturaleza de la ofensa, la culpabilidad y los beneficios económicos esperados de servir a la compañía<sup>69</sup>. La tercera precisión es para indicar que nuestra propuesta cuadra perfectamente con las reglas fundamentales de nuestra tradición relativas a la cuantificación de la responsabilidad por incumplimiento contractual. Nos referimos a la regla que establece la limitación de la responsabilidad a los daños previsibles en el momento de contratar y a la que reconoce a los jueces la facultad de moderar la indemnización en los casos de infracción -sin mala fe- de los deberes contractuales de diligencia (recogidas en el derecho español en los arts. 1107 y 1103 CC). La regla de la moderación judicial habla por sí misma. La regla de la previsibilidad es algo más compleja. Para comprender por qué la he traído a colación en este contexto es conveniente recordar que una de sus aplicaciones más importantes -según se han mostrado las investigaciones más recientes- se produce en aquellos casos en que desaparece o se desestructura enteramente la relación entre prestación y contraprestación. De acuerdo con ella podría sostenerse, en efecto, que, salvo prueba en contrario de la sociedad, el director no responde de los resultados lesivos cuyo potencial dañoso sea totalmente desproporcionado con los beneficios y retribuciones que esperaba obtener de su puesto de trabajo (v. *Pantaleón*, 1996, pp. 44-49). Y así se demuestra *quod erat demonstrandum*: que en nuestro sistema de derecho privado existen principios que conducen o podrían conducir a resultados similares a los que conduce la propuesta de limitación cuantitativa formulada.

#### **14.2 El seguro de responsabilidad civil: un alegato a favor de la libertad contractual**

La panoplia de medios de que puede echarse mano para transferir o reasignar el riesgo de responsabilidad de los administradores se completa con el seguro de responsabilidad civil, al que las sociedades españolas han comenzado a recurrir a raíz fundamentalmente de la agravación del régimen de responsabilidad introducido por la reforma de 1989. En la actualidad, la mayoría de las grandes sociedades tienen asegurados a sus administradores. En latinoamérica el fenómeno está aún en sus albores, aunque hay indicios en algunos países (por ejemplo, Argentina) de que se desarrollará muy pronto. La cobertura de las pólizas de responsabilidad civil de consejeros y directivos más extendidas en nuestra práctica comprende básicamente: (i) las indemnizaciones, sean a favor de la sociedad o de terceros, a cuyo pago resulten condenados; (ii) los gastos de defensa jurídica frente a reclamaciones; y (iii) las fianzas que hayan de despistar. El riesgo asegurado se circunscribe a la negligencia (“faltas de gestión”); naturalmente queda excluido el dolo (art. 19 LCS), lo que nuestras pólizas suelen describir como “actos realizados por los

---

<sup>69</sup>ALI 1994, II, p. 241.

administradores con ánimo doloso, fraudulento, o tratando de obtener una ventaja o beneficio patrimonial propios” (recojo la información de *Iturmendi*, p. 89)<sup>70</sup>.

Dicho esto, me apresuro a señalar que el interés que tiene en nuestra discusión el seguro de responsabilidad civil de consejeros y directivos no se sitúa en el ámbito del derecho de seguros<sup>71</sup>, sino en el ámbito del derecho de sociedades. Lo que me propongo es mostrar que la generalizada admisión en nuestra praxis societaria de esta singular modalidad asegurativa constituye una razón pragmática de primer orden para no oponer resistencias a la posibilidad de cláusulas estatutarias modificativas y adaptativas de la responsabilidad de los administradores por negligencia dentro, claro está, de los límites admisibles en el derecho general de los contratos, que impiden la exoneración de la responsabilidad por dolo y, según algunos, por negligencia grave (v. art. 1102 CC español)<sup>72</sup>. Digo esto porque en nuestra tradición, aunque la ley generalmente no lo proclama de modo expreso (el art. 41 II LSA chilena es la excepción), siempre se ha considerado por la doctrina y la jurisprudencia que las normas que gobiernan la responsabilidad por negligencia de los administradores son imperativas o de *ius cogens*<sup>73</sup>.

Mi perplejidad surge al constatar las escasas resistencias que ha mostrado nuestro tejido institucional a la admisión de una práctica asegurativa que tan derechamente contradice esa concepción imperativa sobre la disciplina legal de la responsabilidad civil. Siendo la limitación estatutaria de responsabilidad funcionalmente equivalente al seguro de responsabilidad civil<sup>74</sup>, no se comprende, en efecto, que se admita una y se objete la otra. Naturalmente estoy a favor de que la responsabilidad de los administradores pueda asegurarse (y creo, además, que por razones de certeza sería oportuno que en las reformas en ciernes se hiciera explícita esta posibilidad, como ha hecho el legislador argentino: v. art. 74 LOPTV *in fine*): ponerle

---

<sup>70</sup>Debe indicarse que el contenido de nuestras pólizas (un resumen en *Perán*, 1998, pp. 376-377) es muy semejantes a las *Directors' & Officers policies* inglesas, en cuyo mercado (Lloyd's) están reaseguradas (de lo contrario, no podrían extenderse por razones de técnica asegurativa). Las pólizas inglesas se han visto influenciadas a su vez por las americanas, que es donde tiene su origen el fenómeno. Ha de recordarse que las primeras pólizas se emiten allí en 1962 y, hoy en día, las tienen suscritas para sus administradores y directivos el 90% de las compañías (información de J. Bishop, *The Law of Corporate Officers and Directors: Indemnification and Insurance*, Wilmette 1981, 6.06). En Europa, sin embargo, no están muy desarrolladas.

<sup>71</sup>El problema fundamental procede del riesgo de abuso o azar moral. Si la sociedad está asegurada, puede tener incentivos para fingir con el beneplácito de los administradores que ha sufrido un daño y obtener así la indemnización de la compañía de seguros. Ciertamente el riesgo existe, pero ello no debe conducir a excluir la posibilidad del seguro, como a veces se propugna (v., por ejemplo, *Thümmel y Sparberg*, 1995, p. 1018). Las compañías de seguros tomarán sus precauciones, y tal vez tenga sentido que opten por la exclusión cuando los administradores participan de manera sustancial en el capital de la compañía.

<sup>72</sup>De hecho, el reconocimiento legal de que los estatutos pueden modificar el régimen general de responsabilidad por negligencia - admitiendo las mismas cláusulas que se admite en un contrato de servicios- es una iniciativa que podría hacer innecesaria la propuesta anterior de establecer un límite cuantitativo legal a la responsabilidad de los administradores.

<sup>73</sup>No es momento de analizar ahora las razones aducidas, que en general se orientan por considerar que las cláusulas modificativas contradicen los principios configuradores del tipo de la sociedad anónima o resultan incompatibles con la naturaleza orgánica de la función administrativa. Lo importante es destacar que el motivo común esta siempre en el prejuicio del "centralismo jurídico" ya mencionado. Se piensa que derogar el régimen de responsabilidad dejaría sin control a las sociedades (v., *Quijano*, 1985, pp. 141-142; *Sánchez Calero*, 1991, p. 924; *Alonso Ureba*, 1991, p. 656; *Esteban Velasco*, 1994, p. 238<sup>73</sup>; *Iturmendi*, pp. 77-79; *Fdez. de la Gándara et al.*, 1996, p. 49; *Dominguez*, 1994, p. 85; *Alonso Ureba* 1991, p. 656; etc.). Como botón de muestra de este estado de opinión sirva la recentísima *STS 30-XII-1997 (La Ley 4491 (3-III-98)*, pp. 10-11), en la que leemos: "*La responsabilidad de los administradores tiene su origen en una obligación ex lege y, por ello, un aspecto de institución de orden público o derecho necesario, que no puede soslayarse, mediante artificios estatutarios que directa o indirectamente tiendan a restringir el ejercicio de la acción social determinante de su declaración*". Lo propio ocurre en los demás países de la Europa continental

<sup>74</sup>V. *Fischel y Bradley*, 1986, p. 285 (el seguro como forma de "contract around the liability rules").

trabas sería un terrible pecado contra la razón práctica a la que el derecho no puede permanecer ajeno<sup>75</sup>. Lo que estoy es en contra de que no se reconozca que ello inevitablemente conduce a permitir que pueda ser autoasegurada en el ámbito de la autonomía privada<sup>76</sup>. Otra cosa daría lugar a una escandalosa contradicción de valoración, que sólo podría justificarse con ingentes dosis de cinismo o de ingenuidad.

Para aperebirmos de ello, hemos de recordar que la naturaleza imperativa de la disciplina legal se hace descansar sobre la función preventiva -"función de control de la gestión"- del sistema de responsabilidad. La disciplina legal no puede atenuarse -éste es en síntesis el argumento de la doctrina dominante- porque ello destruiría los incentivos para que los administradores obren con el cuidado necesario para proteger los intereses de accionistas y acreedores. Ahora bien, si ese análisis fuese exacto, tendría que proibirse el recurso al seguro, porque erosiona en similar medida que las cláusulas de exoneración por negligencia los incentivos para actuar como es debido. No es fácil de comprender, en efecto, por qué ha de comportarse más diligentemente quien no se ve amenazado por la posibilidad de tener que pagar una indemnización por estar asegurado que quien se halla en la misma situación por tener excluida su responsabilidad por culpa<sup>77</sup>. Si la función preventiva de la responsabilidad civil es realmente imperativa, lo lógico sería no admitir el seguro, como -infelizmente, pero coherentemente- se ha propuesto a veces: "So long as the law imposes on directors duties of good faith and due care, it should not permit them to evade those duties through the device of insurance purchased by the corporation" (Bishop 1968, pp. 1091; 1981, pp. 139 ss.)<sup>78</sup>.

No ignoro ciertamente la existencia de algunos comentaristas o tratadistas que se han percatado de la contradicción, pero he de decir que la estrategia que han urdido para superarla no resulta en absoluto convincente. La estrategia se basa en el pago de la prima. De acuerdo con ella, cuando la sociedad es la tomadora del seguro y, por tanto, la obligada a satisfacer el importe de las primas (como generalmente ocurre), el seguro de responsabilidad civil no resultaría admisible, y ello por la naturaleza imperativa del régimen legal de responsabilidad. Los reparos desaparecen, en cambio, cuando el tomador del seguro y el obligado al pago es el propio administrador asegurado. Esta posición la ilustran bien estas palabras del profesor Fdez. de la Gándara:

---

<sup>75</sup>Sobre el sentido que tiene el seguro de responsabilidad civil de consejeros y directivos desde el punto de vista del gobierno corporativo, v. *O'Sullivan* (1997, pp. 546-558). De acuerdo con los resultados de una encuesta realizada a los *top managers* de compañías norteamericanas de la que informan *Thümmel y Sparberg*, 1995, p. 1018, el 90% responden que la inexistencia de seguro sería una razón muy poderosa para no aceptar el cargo.

<sup>76</sup>Como ejemplo de lo que digo véase *Iturmendi*, que después de negar validez a las cláusulas estatutarias de limitación (pp. 77-78) admite sin reserva alguna los seguros de responsabilidad civil (p. 90) e incluso propicia su contratación: "recomendamos que preferentemente se lleve a cabo una política de aseguramiento de todos los miembros componentes de órganos colegiados de administración"; pero también en otras partes: v., sin justificación, *Mertens*, 1988, S 84, Anm. 83, p. 167; *Mertens*, 1997, S 43, Anm. 89, p. 285 o la propia *sect. 310* de la *Companies Act* que declara imperativas las reglas de responsabilidad, pero permite el seguro (que es fuente de perplejidades: v. *Baxter*, 1995, pp. 541-542).

<sup>77</sup>Un sector de la doctrina alemana parece más consistente en este punto, al vincular la validez del seguro de responsabilidad civil a la validez de las cláusulas de limitación de la responsabilidad: "geht man davon aus, dass eine Haftungsmildeung im Verhältnis der Gesellschaft zum Geschäftsführer unbedenklich ist, so bestehen auch keine gesellschaftsrechtlichen Bedenken gegen eine entsprechende Haftpflichtversicherung durch die Gesellschaft oder gegen die Erstattung von Versicherungsbeiträgen" (*Schneider y Ihlas*, 1994, p. 1124; *Thümmel y Sparberg*, 1995, p. 1017; etc.).

<sup>78</sup>Es verdad que, en ocasiones, se contrargumenta que no es cierta esa erosión de la eficacia preventiva debido a que las compañías aseguradoras pueden ser los mejores controladores de las negligencias corporativas (v. *Goetz*, 1986, pp. 349-350).

"el problema que se plantea en materia de responsabilidad civil de los administradores, en aquellos casos (...) en que es la propia sociedad la tomadora del seguro, no es otro que verificar si a través de esta cobertura especial tiene lugar, de hecho, una inadmisibles exoneración o limitación preventiva de la responsabilidad del deudor, lo que podría traducirse en un estímulo indirecto por la eliminación o disminución de los parámetros de diligencia a que se halla sujeto *ministerio legis*. Se trata de una materia particularmente delicada, al poner el juego los límites de la autonomía de la voluntad en un sector en que las normas que gobiernan la actividad de los administradores revisten la naturaleza de disposiciones de orden público" (*Fdez de la Gándara et al.*, 1996, p. 49)<sup>79</sup>.

Ahora bien, me pregunto, ¿qué importancia tiene quién pague la prima desde el punto de vista de la función preventiva? ¿acaso el administrador está más incentivado a ser diligente por el hecho de pagar él la prima en lugar de pagarla la sociedad? La respuesta a estos interrogantes es manifiestamente negativa. La objeción que hago tal vez podría replicarse cambiando de tercio y afirmando que, en realidad, la razón de ser de la imperatividad del régimen de responsabilidad por negligencia no reside tanto en el medio -la función preventiva- como en el fin -la protección de la sociedad- y que este segundo objetivo queda plenamente salvaguardado cuando el seguro lo paga el administrador, pues al fin y al cabo la sociedad se garantiza la indemnización de los daños que pueda ocasionarle su gestión negligente. No sucedería lo mismo en el caso de que la prima fuese pagada por la sociedad, pues entonces no sería el administrador, sino la propia sociedad quien provee la garantía. El contrargumento, sin embargo, sería de una ingenuidad proverbial. Porque, en efecto, si todo el problema del seguro de responsabilidad civil está en que lo paga la sociedad, el obstáculo puede eliminarse con el simple artificio de elevar la retribución de los administradores justamente por el valor de la prima<sup>80</sup>; con lo cual se revela futilidad de la norma<sup>81</sup>, que no es inocua: con el agravante de que el remedio sería peor que la enfermedad. Lo único que conseguiríamos es agravar el problema de la selección adversa crónico de cualquier economía asegurativa, puesto que en ese caso la decisión de asegurarse es menos agrupada y más individual (*Arruñada* 1997, p. 119).

Es probable que más de uno, aun estando de acuerdo con mi crítica, no se sienta satisfecho con ella. Ese hipotético interlocutor quizá piense que mi argumento efectivamente prueba una contradicción en el terreno de los principios, pero es posible que piense -como pienso yo- que la sustancia del derecho no es la lógica, sino la experiencia; y que la razón pragmática tiene razones que la razón lógica a veces no puede comprender. Es admisible -añadiría tal vez mi interlocutor imaginario- que el derecho quiera mantener el régimen legal imperativo, pero que consienta como mal menor el seguro de responsabilidad, en aras a

---

<sup>79</sup>Esta posición está consagrada legalmente en la *sect. 237 (3)* de la *Companies Act* australiana, que prohíbe que el seguro sea tomado por la sociedad.

<sup>80</sup>De hecho esta es la solución a la que, tal vez sin proponérselo, llegan *Fdez. de la Gándara et al.* 1996, p. 52, pues acaban admitiendo el seguro de responsabilidad civil contratado por la sociedad para sus directivos considerando que se trata de una retribución en especie (a efectos fiscales) y sujetándolo a los límites legal o estatutariamente establecidos para las retribuciones de los administradores. En nuestra opinión, tratándose de una cláusula equivalente a las limitaciones de responsabilidad, lo que es preciso es que los estatutos estén debidamente reformados para autorizarlos. Ésta es también la opinión legal en Inglaterra: "If the Directors wish to have the benefit of Directors' and Officers insurance, the Articles of Association should include express authority for the Directors to exercise all the powers of the Company to purchase and maintain such insurance. There is a view that is also considered desirable to amend the memorandum to insert express powers to permit the Company to pay for such insurance" (*Ashurst Morris Cripp*, 1996, p. 8).

<sup>81</sup>Como se ha observado en relación a la norma australiana citada más arriba (nt.79), la restricción que introduce "is a futile one since there is nothing to stop the company paying the premium in the guise of an increased salary" (*Baxter*, 1995, p. 541, nt. 28).

satisfacer una demanda razonable de quien de otro modo no estaría dispuesto a entregar su talento a la dirección de una empresa o lo prestaría sólo a un precio prohibitivo para la sociedad<sup>82</sup>.

Debo admitir que un planteamiento de esta naturaleza tendría una cierta apariencia, aunque solo apariencia, pues la excepción es tan grande que destruye la regla. No obstante, imaginemos por un momento que es razonable. La pregunta que haría yo entonces es la siguiente. Si el seguro de responsabilidad ha de admitirse para poder rebajar el coste del capital humano o capital gerencial de las empresas, qué sucedería entonces en el caso de que, por una u otra razón coyuntural, hubiese una crisis en la industria del seguro de responsabilidad civil y se disparase el importe de las primas de tal manera que a la sociedad no le saliese a cuenta asegurar a sus administradores. Y que no le salga a cuenta significa que el coste de la prima es más elevado para ella que el coste alternativo de pechar con el siniestro<sup>83</sup>. En ese caso, la compañía preferiría autoasegurarse mediante la introducción de una cláusula estatutaria de atenuación de la responsabilidad que hiciese factible el reclutamiento de los administradores deseados.

¿Cuál debería ser entonces la respuesta de una persona prudente? A mí me parece que necesariamente tendría que admitir las cláusulas limitativas porque subsisten las mismas razones que le llevaron a admitir el seguro. Y si es así, ¿por qué no dejamos a las sociedades que valoren lo que les es más rentable: si asegurar ellas directamente (mediante modificaciones estatutarias del régimen de responsabilidad) o asegurar indirectamente (mediante la contratación de un seguro). La hipótesis que planteo no es en absoluto un ejercicio de imaginación. Es absolutamente real. Ha tenido lugar hace no mucho tiempo en los Estados Unidos (1984-1986). La ola de fusiones y adquisiciones y el frenesí de operaciones de reestructuración que sacudió aquel mercado durante los ochenta generó una elevada tasa de litigiosidad, que se saldó con un endurecimiento por parte de los tribunales de la aplicación de la normativa legal, hasta el momento dulcificada por la *business judgement rule*<sup>84</sup>. Como consecuencia de ello sobrevino una crisis sin parangón de la industria del seguro de responsabilidad civil. La situación sido descrita así:

“From 1984 through 1987, the market for directors’ and officers’ liability insurance experienced extreme dislocation -premiums skyrocketed, deductibles rose, limits decreased, substantive coverage contracted, and many commercial carriers left the market. Press reports proliferated of individuals refusing to serve on boards because insurance had lapsed or because they feared inadequate coverage. In addition, the percentage of outside directors declined for the first time in two decades” (*Romano*, 1989, p. 1).

La respuesta a estas tendencias no se dejó esperar. Los Estados reformaron sus leyes de sociedades con el fin de limitar la exposición de los consejeros a riesgos de responsabilidad y ampliar sus derechos a ser indemnizados por la sociedad. La reforma más popular fue la de Delaware, que desreguló totalmente en 1986 la responsabilidad por negligencia, a la que siguieron 41 Estados en los dos años siguientes. La norma

---

<sup>82</sup>Esta parece ser la razón de la sect. 310 inglesa (*Baxter*, 1995, p. 542).

<sup>83</sup>Matemáticamente significa que el coste de la prima es mayor que el coste del siniestro multiplicado por la probabilidad que ocurra y corregido el producto por su coeficiente de aversión al riesgo

<sup>84</sup>El caso más significativo es sin duda *Trans Union*, donde se impuso responsabilidad a los consejeros por aceptar una fusión a un precio más alto del mercado, pero adoptada rápidamente (sobre él existe muchísima literatura crítica: v., por todos, *Fischel* 1985, pp. 1437 ss)

permitió modificar los estatutos de las sociedades para eliminar la responsabilidad de los consejeros por los daños negligentes (v. *Bjerre*, 1988, pp. 786 ss; *Slaughter*, 1987, pp. 181 ss.; *Lee*, 1987, pp. 269 ss.), y ello se ha hecho -nos recuerda Romano- sin oposición de los accionistas y, como se ha recordado ya, sin que se perjudicara el valor -la cotización bursátil- de sus títulos<sup>85</sup>. Cabe incluso pensar que el seguro de responsabilidad civil es una instrumento más costoso que las cláusulas de indemnización o que las cláusulas limitativas (esta es, en última instancia, la conclusión de *Baxter*, 1995, pp. 562-564)

La lección que se saca de este notable episodio no debe desperdiciarse tampoco en el desván de las excentricidades americanas: el seguro de responsabilidad civil no es una ironía; es más bien avanzadilla en el progreso del derecho de sociedades que ha de permitirnos repensar en términos más realistas el problema de la imperatividad del régimen de responsabilidad de los administradores.

---

<sup>85</sup>Una parte de la literatura más tradicional ha adoptado, sin embargo, una actitud crítica: v., por ej., *Lee*, 1987, pp. 239 ss. e *ibi* más indicaciones.

## REFERENCIAS

- ABELTSHAUSER, TH. E. (1998), *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, Köln-Berlin-Bonn-München 1998.
- ALCALA DIAZ, M.A. (1999), "El Deber de Fidelidad de los Administradores: El Conflicto de Interés Administrador-Sociedad" in G. ESTEBAN VELASCO, (ed.), *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Madrid 1999, p. 537 et seq.
- ALBALADEJO GARCIA, M. (1989), *Derecho Civil, II, Derecho de Obligaciones*, II-I, 8ª ed., Barcelona 1989.
- ALBORCH BATALLER, C. (1977), *El Derecho de Voto del Accionista. Supuestos Especiales*, Madrid 1977, p. 285-286.
- ALI (1996), American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, (Chief Reporter: M.A. Eisenberg), vols. I y II, St. Paul (Minn.) 1994.
- ALFARO AGUILA REAL, J. (1995), *Interés Social y Derecho de Suscripción Preferente*, Madrid 1995.
- ALONSO SOTO, R. (1977), *El Seguro de la Culpa*, Madrid 1997.
- ALONSO UREBA, A. (1991), "Presupuestos de la Responsabilidad Social de los Administradores de una Sociedad Anónima", *Revista de Derecho Mercantil* 198 (1991), p. 639 et seq.
- ANDRES ALONSO, P. (1998), "Contratos, Recursos y Creación de Valor", *Un análisis de la empresa española*, Valladolid 1998, p. 22-23.
- ARRUÑADA, B. (1997), "La Criminalización del Derecho Societario: esbozo para un análisis crítico", in *Boletín del Círculo de Empresarios* 62 (1997), p. 99 et seq.
- ARRUÑADA, B. (1988), *Teoría Contractual de la Empresa*, Madrid 1998.
- ASHURST MORRIS CRIP (1996), *Directors' and Officers' Liability in the United Kingdom*, London 1996, p. 8.
- ATANASOV, V. (2001), "Valuation of Large Blocks of Shares and the Private Benefits of Control", working paper available at www.SSRN.com, October 2001.
- BLACK, B.S. (1990), "Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis", *Northwestern Law Review*, 84 (1990), p. 542 et seq.
- BLACK, D.S. (2001), "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets", *UCLA Law Review* 48 (2001), p. 781 et seq.
- BLACK, D.S. (2001a), "The Core Fiduciary Duties of Outside Directors", *Asia Business Law Review* (July 2001), p. 3 et seq.
- BLACK, B., BARRY, M., O'BRIEN T.J., MOOSHIN, Y. (2000 and 2001), "Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International
- AURIOLES, A. (1998), "La Responsabilidad Civil de los Administradores de Sociedades Anónimas y Limitadas: Presupuestos Normativos y Aplicación Jurisprudencial", in A. AURIOLES & J.C. MARTÍN ROMERO (cords.), *Jornadas de Derecho de Sociedades*, Ilustre Colegio Notarial de Granada, Granada 1998, p. 31 et seq.
- AVILOV, G., BLACK, B., CARREAU, D., KOZY, O., NESTOR S., & REYNOLDS, S. (1999), "General Principles of Company Law for Transition Economies", *Journal of Corporation Law* 24 (1999), p. 190 et seq.
- BAE, K.H, KANG, J.K y KIM, J.M., "Junneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups", working paper available at www.SSRN.com, October 2000.
- BAXTER, C. (1995), "Demystifying D & O Insurance", *Oxford Journal of Legal Studies* 15 (1995), p. 537 et seq.
- BECHT, M. & RÖELL, A., "Blockholding in Europe: An International Comparison", *European Economic Review* 43 (1999), p. 1049 et seq.
- BECK, Th., LAVINE, R. & LOZAYA, N. (2000), "Finance and Sources of Growth", working paper available at www.SSRN.com 2000, (forthcoming in *Journal of Financial Economic* 2000).
- BEBCHUK, L.A. y JOLLS, Ch. (1999), "Managerial Value Diversion and Shareholder Value", *Journal of Law, Economics and Organization*, 15 (1999); also available at www.SSRN.com (from where it is cited).
- BECKER, G. (1968), "Crime and Punishment: An Economic Approach", *J. Pol. Econ.* 76 (1968), p. 169 et seq.
- BERTRAND, M., MEHTA, P. & MULLINATHAN, S. (2000), "Ferretting Out Tunnelling: An Application by Indian Business Groups", working paper available at www.SSRN.com, September 2000.
- BISHOP, P. (1968), "Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers", *Yale Law Journal* 77 (1968), p. 1078 et seq.
- BJERRE, C.S. (1988), "Evaluating the New Directors Exculpation Statutes", *Cornell Law Review* 73 (1988), p. 786 et seq. (1990), p. 1 et seq.
- BUYSSCHAERJ, A., DELOOF, M., & JEGERS M. (2001), "Equity Sales in Belgian Corporate Groups: Expropriation of Minority Shareholders?", working paper available at www.SSRN.com, 2001.
- CALFEE, J.E. & CRASWELL, R. (1984), "Some Effects of Uncertainty on Compliance with Legal Standards", *Virginia Law Review* 70 (1984), p. 965 et seq; cited by version published in S. LEVMORE (ed.), *Foundations of Tort Law*, New York-Oxford 1994, p. 89 et seq.
- CALFEE, J.E. & CRASWELL, R. (1986), "Deterrence and Uncertain Legal Standards", *Journal of Law, Economics & Organisation* 2 (1986), p. 279 et seq.

- Competitiveness (Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea, May 15, 2000), *Journal of Corporation Law* 2001, Spring, p. 537 et seq.).
- BLAIR, M.M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the twenty-first Century*, Washington D.C. 1995.
- BONELLI, F. (1985) "Gli amministratori di società per azioni" en P. RESCIGNO (dir.), *Trattato di Diritto Privato*, Torino 1985, p. 450 et seq.
- BONELLI, F. (1986), "La responsabilità degli amministratori di s.p.a.: giurisprudenza attuale e prospettive", *Giurisprudencia Commerciale* 186 I, p. 415 et seq.
- BONELLI, F. (1991), "La responsabilità degli amministratori" en G.E. COLOMBO y G.B. PORTALE (dirs.), *Trattato delle società per azioni*, vol. IV, Torino 1991, p. 338 et seq.
- BONELLI, F. (1992), *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano 1992.
- BRADLEY, M. y SCHIPANI, C. (1989), "The Relevance of the Duty of Care Standard in Corporate Governance", *Iowa Law Review* 75 (1989), p. 1 et seq.
- BRUDNEY, V. y CLARK, R. Ch. (1981), "A New Look at Corporate Opportunities", *Harvard Law Review*. 94 (1981), p. 997 et seq.
- BUTLER, H.N. Y RIBSTEIN, L.E. (1995), *The Corporation and the Constitution*, Washington D.C. 1995.
- BUTLER, H.N. y RIBSTEIN, L. E. (1990), "Opting Out of Fiduciary Duties: a response to the Anti-Contractarians", *Washington Law Review* 65
- COHN, H. (1983), "Demise of the Director's Duty of Care: Judicial Avoidance of Standards and Sanctions through the Business Judgement Rule", *Texas Law Review* 62 (1983), p. 591 et seq.
- COMISION ESPECIAL (1998) para el estudio de un Código Etico de los Consejos de Administración de las Sociedades, *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Madrid, February 1998.
- COOTER, R. y FREEDMAN, B.J. (1991), "The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences", *New York University Law Review*, 66 (1991), p. 1045 et seq.
- CROLEY, S.P. (1996), "Vicarious Liability in Tort: On the Sources and Limits of Employee Reasonableness", *Southern California Law Review* 69 (1996), p. 1705 et seq.
- CHAPMAN, B. (1996), "Corporate Tort Liability and the Problem of Overcompliance", *Southern California Law Review* 69 (1996), p. 1679 et seq.
- CHEFFIN, B.R. (2001), "Law as Bedrock: The Foundations of an Economy Dominated by Widely Held Public Companies", working paper available at www.SSRN.com, August 2001.
- CAMERON, S. (1988), "The Economics of Crime Deterrence: A Survey of Theory and Evidence", *Kyklos* (Internationale Zeitschrift für Sozialwissenschaften) 41 (1988), p. 301 et seq.
- CANARIS, C.W. (1978), "Hauptversammlungsbeschlüsse und Haftung der Verwaltungsmitglieder im Vertragskonzern", *Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht*, 1978, pp. 207 ss.
- CASELLI, G. En G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE, (dirs.) (1991), *Trattato delle società per azioni*, vol. IV, Torino 1991.
- CLARK, R. Ch. (1986), *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, p. 125 et seq.
- CLARKE DE CERDA, A. (2001), "La Nueva Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Gobierno Corporativo en Chile", *Revista Iberoamericana del Mercado de Valores* 2 (2001), p. 21 et seq.
- COFFEE, J.C. (1999), "The Future as History: Prospects for Global Governance in Corporate Governance and its Implications", *Northwestern University Law Review*. 93 (1999), p. 641 et seq.
- COFFEE, J.C. (2001), "Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control", working paper available at www.SSRN.com (version of January 2001)
- COFFEE, J.C. (2001a), "Privatización y gobierno corporativo, lecciones del fracaso del mercado de valores" (Spanish trans.), *Ivs et Veritas* 23 (2001), p. 128 et seq.
- EASTERBROOK, F.N. y FISCHER, D.R. (1982), "Corporate Control Transactions", *Yale Law Journal* 91 (1982), p. 698 et seq.
- EASTERBROOK F.H. y FISCHER, D.R. (1991), *The Economics Structure of Corporate Law*, Harvard University Press., Cambridge (Mass.)-London 1991.
- EASTERBROOK F.H. & FISCHER, D.R. (1993), "Contract and Fiduciary Duty", *Journal of Law and Economics*, 36 (1993), p. 425 et seq.
- EGUIDAZU MAYOR, S. (1999), *Creación de valor y gobierno de la empresa en España*, Madrid 1999, p.261 and 280 et seq.
- EISENBERG, M. A. (1992), "Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano", *Giur. Comm.* 1992, p. 617 et seq.
- EISENBERG, M. A. (1990), "The Duty of Care of Corporate Directors and Officers", *University of Pittsburgh Law Review* 51 (1990), p. 945 et seq.
- EISENBERG, M.A. (1993), "An Overview of the Principles of Corporate Governance", *Business Lawyer* 48 (1993), p. 1271 et seq.
- EISENBERG, M.A. (1988), "Self Interested Transactions in Corporate Law", *Journal of Corporations Law* (1988), p. 997 et seq.

- DEMSETZ, H. (1972), "When Does the Rule of Liability Matter?", *Journal of Legal Studies* 1 (1972), p. 13 et seq.; cited by version published in S. LEVMORE (de.), *Foundations of Tort Law*, New York-Oxford 1994, p. 14 et seq.
- DEMSETZ, H. (1986), "A Commentary on Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law", *Cornell Law Review* 71 (1986), p. 352 et seq.
- DIAMOND, D.W. y VERRECCHIA, R.E. (1982), "Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Securities Prices", *Journal of Finance* 37 (1982), p. 275 et seq.
- DIEZ-PICAZO, L. (1993), *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, II, 4ª ed., Madrid 1993.
- DIEZ-PICAZO, L. (1979), *La Representación en el Derecho Privado*, Madrid 1979, p. 200-201.
- DOMINGUEZ, A (1994), "La Fundación de la Sociedad de Responsabilidad Limitada: Escritura y Estatutos", *Revista de Derecho de Sociedades* núm. extrd. (1984), p. 82 et seq.
- FARRAR, J.H. (1998), "The Duty of Care of Company Directors in Australia and New Zealand", in Rider, B.A.K. (ed.), *The Realm of Company Law*, London-The Hague-Boston 1998, p. 37 et seq.
- FERNANDEZ ARMESTO, J. y HERNANDEZ, F. (2000), *El gobierno de las sociedades cotizadas: situación actual y reformas pendientes*, Madrid 2000.
- Fernandez de la Gándara, I. (1996).
- FISCHEL D.R. (1985), "The Business Judgement Rule and the *Tras Union Case*", *The Business Lawyer* 40 (1985), p. 1437 et seq.
- FISCHEL, D.R. y BRADLEY, M. (1986), "The Role of Liability Rules and the derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis", *Cornell Law Review* 71 (1986), p. 261 et seq.
- FLECK, H.J. (1974), "Zur Haftung des GmbH-Geschäftsführers", *GmbH-Rundschau* 1974, p. 224 et seq.
- GARRETA SUCH, J.M. (1996), *La responsabilidad civil, fiscal y penal de los administradores de las sociedades*, 3ª ed., Madrid 1996.
- Gagliardo, m. (1997)
- GARRIGUES, J. y URIA R. (1976), *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3ª ed., vol. I, Madrid 1976.
- GARRIGUES WALKER, A. (1996), "Nota introductoria" to the collective book *Responsabilidad de consejeros y altos cargos de sociedades de capital*, Madrid 1996, p. xv et seq.
- GHEZZI, P. (1996), "I doveri fiduciari degli ENRIQUES, L. (2000), "The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis", *International and Comparative Corporate Law Journal* 2 (2000) p. 297 et seq (available in a previous version, working paper, at www.SSRN.com, from where cite).
- ENRIQUES, L. (2000a), "Il Conflitto d'interessi nelle gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario", *Rivista delle Società*, 2000, p. 509 et seq.
- ESTEBAN VELASCO, G. (1995), "Responsabilidad de los Administradores", *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, Madrid 1995, IV, p. 5912 et seq.
- ESTEBAN VELASCO, G (1996), "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", *Estudios jurídicos in homenaje al prof. Aurelio Menéndez*, II, Madrid 1996, p. 1679 et seq.
- GOWER, L.C.B., PRENTICE, D.D. y PETTET, B.G. (1992), *Gower's Principles of Modern Company Law*, 5ª ed., London 1992
- GRASS, A.R. (2000), "Management-Entscheidungen vor dem Richter. Schranken der richterliche Überprüfbarkeit von Geschäftsentscheidungen in aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsprozessen", *Schweizerische Zeit Schrift für Wirtschaft* 2000, p. 1 et seq.
- GREENBURY, R. (1995), *Directors' Remuneration. Report of the Study group Chaired by Sir Richard Greenbury*, London 1995.
- HALPERIN, I. y OTAEGUI, J. (1998), *Sociedades Anónimas*, 2ª ed., Buenos Aires 1998.
- HASSMANN, H. Y KRAAKMANN, R. (2000), "The End of the History for Corporate Law", working paper available at www.SSRN.com, version of January 2000.
- HÖHN, R. (1995), *Die Geschäftsleitung der GmbH*, 2ª ed., Köln 1995.
- HOPT, K.J. (1985), "Self-Dealing and Use of Corporate Opportunity and Information: Regulating Directors' Conflicts of Interest" in K.J. HOPT & G. TEUBNER (eds.), *Corporate Governance and Directors' Liabilities: Legal, Economic, and Sociological Analysis on Corporate Social Responsibility*, Berlin-New York 1985, p. 285.
- HOPT, K.J. (1992), "Directors' Duties to Shareholders, Employees and Other Creditors. A view from the Continent", in E. McKendrick (ed.), *Commercial Aspects of Trust and Fiduciary Obligations*, Oxford 1992, p. 115 et seq.
- HENN, H.G. & ALEXANDER, J.R. (1983), *Laws of Corporations*, 3ª ed., St. Paul (minn.), 1983.
- HUERTA VIESCA, M. I. & VILLIERS, CH. (1995), "La retribución de los administradores de las sociedades anónimas y limitadas en el derecho español y en el derecho inglés: una aproximación a los aspectos comunes y nuevas perspectivas", *Revista General del Derecho*

- amministratori nei *principles of Corporate Governance*”, 1995, p.13475 et seq.  
*Rivista de la Societat* 1996, p. 466 et seq.
- GIRON TENA, J. (1959), “La responsabilidad de los administradores de la sociedad anónima en derecho español”, *Anuario de Derecho Civil* 1959, p. 419 et seq.
- GIRON TENA, J. (1952), “Derecho de Sociedades Anónimas”, Valladolid 1952, p. 303, 327-328.
- GOETZ, Ch. J. (1986), “A Verdict on Corporate Liability Rules and the Derivative Suit: Not proven”, *Cornell Law Review* 71 (1986), p. 344 et
- IGLESIAS PRADA, j. L. (1972), *La delegación de facultades en la sociedad anónima*, Madrid 1972.
- ISRANDER, M., MEXERMAN, G., GRAY, DF., & HAGAN, S. (1999), “Corporate Restructuring and Governance in East Asia”; Finance and Development (a quarterly magazine of FMI), vol. 36 (March 1999), p.1.
- JANJIGIAN, V. & BOLSTER, P.J. (1990), “The Elimination of Director Liability and Stockholder Return: An Empirical Study”, *Journal of Financial Research* 13 (1990), p. 53 et seq.
- JENSEN, M.C. & MECKLING, W.H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3 (1976), p. 305 et seq.; there is a Spanish extracted version in L. PUTTERMAN (de.), *La naturaleza económica de la empresa*, trad. esp., Madrid 1994, p. 261 et seq.
- JENSEN, M.C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 1986, p. 323 et seq.
- JENSEN, M.C. (1996), “Propietarios y gerentes frente al cash flow libre: la experiencia americana”, in AA.VV., *Gobierno de la Empresa*, Madrid 1996, p. 150.
- JOHNSON, S., BOONE, P., BREACH, A. & FRIEDMAN, E. (2000), “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, 58 (2000), p. 141 et seq.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., & SHLEIFER, A. (1999), “Tunnelling”, *American Economic Review Papers & Proceedings*, May 2000 (working paper available at www.SSRN.com, from where we cite).
- JOHNSON, S. & SHLEIFER, A. (1999), “Coase v. Coarrans” (working paper available at www.SSRN.com, December 1999).
- JORDANO FRAGA, F. (1987), *La Responsabilidad Contractual*, Madrid 1987.
- JUSTE MENCIA, J. (1995), *Los Derechos de Minoría en la Sociedad Anónima*, Pamplona 1995.
- JUSTE MENCIA, J. (1999), “Retribución de Consejeros”, en G. ESTEBAN VELASCO, (ed.), *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Madrid 1999, p. 497 et seq.
- HUERTADO COBLES, J. (1998), *La responsabilidad de los administradores societarios en el ámbito civil y social*, Barcelona 1998.
- HÜFFER, U. (1999), *Aktiengesetz*, 4ª ed., München 1999, S 93, 26, p. 444.
- KAMAR, E. (1999), “Shareholder Litigation Under Underterminate Corporate Law”, *University of Chicago Law Review*, 66 (1999), p. 887 et seq.
- KAPLOW, L. (1995), “A Model of the Optimal Complexity of Legal Rules”, *Journal of Law, Economics & Organisation* 11 (1995), p. 150 et seq.
- KAPLOW, L & SHAVELL, S. (1994), “Accuracy in the Determination of Liability”, *Journal of Economics* 37 (1994), p. 1 et seq.
- KION, H.J. (1984), “Die Haftung des GmbH-Geschäftsführers”, *Betriebsberater* 1984, p. 864 et seq.
- KRAAKMAN, R. (1985), “The Economic Functions of Corporate Liability”, en K. J. HOPT y G. TEUBNER (eds.), *Corporate Governance and Directors’ Liabilities*, Berlin-New York 1985, p. 178 et seq.
- KRAAKMAN, R.H. (1986), “Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy”, *Journal of Law, Economics & Organization*, 2 (1986), p. 53 et seq.
- KONZEN, H. (1989), “Geschäftsführung, Weisungsrecht und verantwortlichkeit in der GmbH und GmbH & Co KG”, *Neue Juristische Wochenschrift* 42 (1989), p. 2077 et seq.
- KÜBLER, F. (2000), “Sharholder Value: ¿Idea Directriz de una ordenación empresarial orientada a la propiedad?”, *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad de Granada* 3 (2000), p. 65 et seq.
- LANDES, W.M. & POSNER, R.A. (1987), *The Economic Structure of Tort Law*, Cambridge (Mass.), London 1987.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. & SCHLEIFER, A. (1999), “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance* 54 (1999), pp. 471 ss.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. & SCHLEIFER, A. (1998), “Law and Finance”, *Journal of Politics & Economics* 106 (1998), p. 1113 et seq;
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. & SCHLEIFER, A. (2000), “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics* 58 (2000) p. 3-27.
- MERTENS, H.J. (1989), Comment of S 93 in W. ZÖLLNER (de.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 2ª ed., Köln-Berlin-Bonn-München 1989, p. 283 et seq.
- MERTENS, H.J. (1997), Comment of S 43 in HACHENBURG/ULMER (eds.), *GmbH-Gesetz, Grosskommentar*, 8ª ed., II, Berlin-New York 199, p. 249 et seq.

*The Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, Mexico, 8-10 April 2002*

- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. & SCHLEIFER, A. (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52 (1997), p. 1131 et seq.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. & ZAMARRIPA, G., "Related Lending" (working paper available at www.SSRN.com).
- LAW COMMISSION CONSULTATION (1998), *Regulating Conflicts of Interest and Formulating a Statement of Duties: A Joint Consultation Paper (Law Commission Consultation Paper No 153, Scottish Law Commission Discussion Paper No. 105. Stationery Office, (London 1998, p. 135 et seq).*
- LEE, t.c. (1987), "Limiting Corporate Directors' Liability: Delaware's Section 102 (b)(7) and the Erosion of the Directors' Duty of Care", *University of Pennsylvania Law Review* 136 (1987), p. 239 et seq.
- LUTTER, M. & HOMMELHOFF (1997), *GmbH-Gesetz. Kommentar*, 14<sup>a</sup> ed., Köln 1995.
- LLEBOT MAJO, J. O. (1996), *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid 1996.
- LLEBOT MAJO, J. O. (1996), "El sistema de la responsabilidad de los administradores: doctrina y jurisprudencia", *Revista de Derecho de Sociedades* 7 (1996), p. 49 et seq.
- MACEY, J.E. & MILLER, G.P. (1993), "Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective", *University. Toronto Law. Review*. 43 (1993), p. 401 et seq.
- MACHADO PLAZAS, J. (1997), *Pérdida del capital social y responsabilidad de los administradores por las deudas sociales*, Madrid 1997.
- MARTINEZ MACHUCA, P (1997), "La oposición al acuerdo de transigir o renunciar al ejercicio de la acción social de responsabilidad" in *Revista de Derecho Mercantil* 225 (1997), p. 1155 et seq.
- MATTEWS, R.C.O. (1986), "The Economics of Institutions and the Sources of Growth", *Economic Journal* 96 (1986), p. 903 et seq.
- McCONNELL, J. & SERVAES, H. (1990), "Additional Evidence on equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics* 27 (1990), p. 595 et seq.
- Civil, 1991, p. 1019 et seq.
- PANTALEON PRIETO, F. (1995), voice "Responsabilidad contractual", *Enciclopedia Jurídica Civitas*, IV, Madrid 1995, p. 5922 et seq.
- PANTALEON PRIETO, F. (1996), *La Responsabilidad Civil de los Auditores: extensión, limitación, prescripción*, Madrid 1996.
- PAZ-ARES, C. (1991), "Comentario a los arts. 1665-1708" in C. PAZ-ARES, L. DIEZ-PICAZO, R. BERCOVITZ & P. SALVADOR (dirs.), *Comentario del Código Civil*, II, Madrid 1991, p. 1299 et seq.
- MIGUEL, A., PINDADO, J. & TORRE, CH. (2001), "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System", working paper available at www.SSRN.com, October 30, 2001.
- MORALES MORENO, A. (1982), "El dolo como criterio de imputación de responsabilidad al vendedor por los vicios de la cosa", *Anuario de Derecho Civil*, 1982, p. 590 et seq.
- MORSE G. (1995), in *Charlesworth & Morse Company law*, 15<sup>a</sup> ed., London 1995.
- MUÑOZ PLANAS, J.M. (1992), "La Junta General" in vol. V. of *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* Madrid 1992, p. 166-167.
- NENOVA, T. (2001), "The Value of Corporate Votes and Control Benefits: a cross-country analysis", working paper available at www.SSRN.com 21-sept-2001.
- NESTOR, S. (2001 and 2001), "Corporate Governance Trends in the OECD Area: whose do we go from here?" (OECD, working paper 2000); "International Efforts to Improve Corporate Governance: why and how?" (OECD, working paper 2001).
- O'SULLIVAN, N (1997), "Insuring the Agents: the Role of Directors' and Officers' Insurance in Corporate Governance", *Journal of Risk and Insurance*, 64 (1997), p. 546 et seq.
- OECD, (1999), "Ah hoc Task Force on Corporate Governance; Principles of Corporate Governance, París 1999.
- PALMITER, A.R. (1989), "Reshaping the Corporate Fiduciary Model: A Director's Duty of Independence", *Texas Law Review*, 67 (1989), p. 1351 et seq.
- PANTALEON PRIETO, F. (1991), "El Sistema de Responsabilidad Contractual", *Anuario de Derecho*
- POLINSKY, A. M. & SHAVELL, S. (1988), "Punitive Damages: An Economic Analysis", *Harvard. Law. Review* 11 (1988), p. 500 et seq.
- POLO SANCHEZ, E. (1992), *Los administradores y el Consejo de Administración*, in *Comentario al Régimen legal de las Sociedades Mercantiles* directed by R. URÍA, A. MENENDEZ & M. OLIVENCIA, VI, Madrid 1992.
- PORTELLANO DIEZ, P. (1996), *El deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocios*. Madrid 1996.
- POSNER, R. A. (1998), *Economic Analysis of Law*, 5<sup>a</sup> ed., New York 1998.
- QUIJANO GONZALEZ, J. (1985), *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima*, Valladolid 1985.
- QUIJANO GONZALES, J. (1999), "Responsabilidad de los consejeros", in G. ESTEBAN VELASCO, (ed.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid 1999, p. 537 et seq.

*The Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, Mexico, 8-10 April 2002*

- PAZ-ARES, C. (1994), "La infracapitalización. Una aproximación contractual", *Revista de derecho de Sociedades*, núm. extr. (1994), p. 253 et seq.
- PAZ-ARES, C. (1995), *El sistema notarial. Una aproximación económica*, Madrid 1995.
- PAZ-ARES, C. (1996), *¿Dividendos a cambio de votos?*, Madrid 1996.
- PAZ-ARES, C. (1997), "Prólogo" to C. PAZ-ARES (cord.), *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid 1997, p. 9 et seq.
- PAZ-ARES, C. (1997a) "¿Cómo hacemos y cómo entendemos el derecho de sociedades", in C. PAZ-ARES (cord.), *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid 1997, p. 159 et seq.
- PAZ-ARES, C. (1999) "Uniones de Empresas y Grupos de Sociedades" in R. URÍA & A. MENÉNDEZ (dirs.), *Curso de Derecho Mercantil*, vol.I, Madrid 1999.
- PAZ-ARES, C. (2002), "El gobierno de las sociedades. Un apunte de política legislativa" in *Estudios en homenaje a F. Sánchez calero*, Madrid 2002
- PERAN ORTEGA, J. (1988), *La responsabilidad civil y su seguro*, Madrid 1998.
- PERDICES CUETO, A. (2002), "El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en el derecho mercantil" in M. CORCOY (ed.), *Derecho penal de empresa*, Granada 2002, in press.
- POLINSKY, M. & SHAVELL, S. (1979), "The Optimal Trade-Off Between the probability and Magnitude of Fines", *American Economic Review*. 69 (1979), p. 880 et seq.).
- ROMANO, R. (1990), "Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis", *Emory Law Journal* 39 (1990), p. 1155 et seq.
- ROMANO, R. (1993), "The Genius of American Corporate Law", Washington 1993, p. 2-3.
- ROMANO, R. (1996), "Corporate Law and Corporate Governance" in *Industrial and Corporate Change* 5 (1996), p. 277 et seq. (1996) reprinted in G. CARROLL & J. TEECE (eds.), *Firms, Markets and Hierarchies. The Transaction Cost Economics Perspective*, Oxford University Press 1995, p. 365 et seq.
- ROGERSON, P. (1998), "Modification and Exclusion of Directors' Duties", in Rider, B.A.K. (ed.), *The Realm of Company Law*, London-The Hague-Boston 1998, p. 93 et seq.
- SALELLES CLIMENT, J.R., (1995), "El funcionamiento del Consejo de Administración", Madrid 1995, *Revista de Derecho Mercantil* 1998, p. 115 et seq.
- SANCHEZ ALVAREZ, M. (1999), "Grupos de Sociedades y Responsabilidad de Administradores"
- SANCHEZ CALERO, F. (1991), "Supuestos de responsabilidad de los administradores en la Sociedad Anónima", in *Estudios en homenaje a J. Girón Tena*, Madrid 1991, p. 903 et seq.
- RAMSAY, I.A. (1993), "Directors' and Officers' Remuneration: the Role of Law", *Journal of Business Law* (1993), p. 351 et seq.
- RAISER, Th. (1986), *Das Rechts der Kapitalgesellschaften*, München 1986.
- REGLERO CAMPOS, F. (1994), "Objeto, riesgo y siniestro en el seguro de responsabilidad civil. Reflexiones en torno a las cláusulas *claim made*", *Iniuria* 1 (1994), p. 17 et seq.
- RIPERT G. & ROBLOT, R. (1996), *Traité de droit Commercial*, 16<sup>a</sup> ed. (by M. Germain), vol. I, Paris 1996.
- ROCK, E. & WACHTER, M. (2001), "Islands of Conscious Power: Law, Norms and the Self-Governing Corporation", *University of Pennsylvania Law Review*, 38 (2001), p. 490 et seq.
- ROE, M. (2001), "The Quality of Corporate Law Argument and its Limits", working paper available at www.SSRN.com (January 2002)
- RODRIGUEZ ARTIGAS, F. (1999), "El deber de diligencia", in G. ESTEBAN VELASCO (ed.), *El gobierno corporativo de las sociedades cotizadas*, Madrid 1999, p. 419 et seq.
- SCHNEIDER, U.H. (1993), Comments to S 43 GmbHG in *Scholz Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 8<sup>a</sup> de., vol. Y, Köln 1993, p. 1606 et seq. p. 59 et seq.
- SCHNEIDER, U.H. (1993a), "Der Anstellungsvertrag des Geschäftsführers einer GmbH im Konzern", *GmbH-Rundschau* 1993, p. 10 et seq.
- SCHULTHEISS, M. (2000) *Die Haftung des "Shadow director" einer englischen Kapitalgesellschaft*, Achen 200.
- SCOTT, K.E. (1983), "Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project", *Stanford Law Review* 35 (1983), p. 927 et seq.
- SCOTT, K.E. (1986), "The Role of Preconceptions in Policy Analysis in Law", *Cornell Law Review* 71 (1986), p. 299 et seq.
- SCOTT, K.E. (1999), "Corporate Governance and East Asia", working paper available at www.SSRN.com, June 1999.
- SHAVELL, S. (1987), *Economic Analysis of Accident Law*, Harvard, Cambridge (Mass.)- London 1987.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52 (1997), p. 737 et seq.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1997a), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy* 54 (1997), p. 461 et seq.
- SLAUGHTER, S.R. (1987), "Statutory and Non-Statutory Responses to the Director and Officer Liability Insurance Crisis", *Indiana Law Journal* 63 (1987), p. 181

- et seq.
- SANCHEZ CALERO, F. (1994), *Administradores* (arts. 123-143) in *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* directed by F. SANCHEZ CALERO, IV, Madrid 1994.
- SANCHEZ CALERO, (1955), “La determinación del beneficio en la Sociedad Anónima”, Roma Madrid 1955, p.158.
- SCHANZE, E. (2000), "Directors' Duties in Germany", Law Commission Conference on Developing Director's Duties, Cambridge 5<sup>th</sup> December 1998, revised version 2000.
- SCHNEIDER, U.H. (1984), “Haftungsmilderung für Vorstandsmitglieder und Geschäftsführer bei fehlerhafter Unternehmensleitung?”, in *Festschrift für W. Werner zum 65. Geburtstag (Handelsrecht und Wirtschaftsrecht in der Bankpraxis)*, Berlin-New York 1984, p. 795 et seq.
- SCHNEIDER, UH. (1986), “Die Vertretung der GmbH bei Rechtsgeschäften mit ihren Konzernunternehmen”, *Betriebsberater*, 1986 p. 205.
- SOTO NIETO, F (1994), “Delimitación temporal de la cobertura del seguro de responsabilidad civil y la validez de las cláusulas limitativas. Alcance de la doctrina del tribunal Supremo”, *Iniuria* 1 (1994),
- ZOLLNER, W. (1988), in BAUMBACH-HUECK, *GmbH-Gesetz. Kurz Kommentar*, 15<sup>a</sup> ed., München 1988.
- SPINDLER, G. (1998), “Deregulierung des Aktienrechts?”, *Die Aktiengesellschaft* 1998, p. 53 et seq.
- STIGLER, g. (1970), “The Optimal Enforcement of Laws”, *J. Pol. Econ.* 78 (1970), p. 526 et seq.
- THÜMMEL, R.C. y SPARBERG, M. (1995), “Haftungsrisiken der Vorstände, Geschäftsführer, Aufsichtsräte und Beiräte sowie deren Versicherbarkeit”, *Der Betrieb* 1995, p. 1013 et seq.
- THÜMMEL, R.C. (1996), *Persönliche Haftung von Managern und Aufsichtsräten*, Stuttgart-München-Hannover-Berlin-Weimar- Dresden 1996.
- TUSQUETS TRIAS DE BES (1998), *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, Madrid 1998.
- ULMER, P. (1999), “Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands - und Aufsichtsratshandelns”, *Zeitschrift für Handelsrecht* 163 (1999), p.299.
- URIA, R. y MENENDEZ, A. (1976), *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3<sup>a</sup> ed. Madrid 1976, p. 659.
- URIA, R. (1992), “La Junta General”, in vol. V of *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid 1992, p. 166-167.
- VILLEGAS, C.G. (1995), *Sociedades Comerciales*, Buenos Aires (1995).
- WELLS, C.P. (1996), “Corrective Justice and Corporate Tort Liability”, *Southern California Law Review* 69 (1996), p. 1769 et seq.
- SCHWARTZ, G.T. (1996), “The Hidden and Fundamental Issue of Employer Vicarious Liability”, *Southern California Law Review* 69 (1996), p. 1739 et seq.
- SORENSEN, Ph. C. (1988), “Discretion and Its Limits - An Analytical Framework for Understanding and Applying the Duty of Care to Corporate Directors (and Others)”, *Washington University Law Review*, 66 (1988), p 553 et seq.
- SOMMER, A. A. (1984), “The Duty of Loyalty in the ALI’s Corporate Governance Project”, *George Washington Law Review.*, 52 (1984), p. 719 et seq.
- ZINGALES, L. (1994), “The Value of Voting Right: a Study of the Milan Stock Exchange experience”, *Review of Financial Studies*, 7 (1994), p. 125 et seq. and “What determines the Value of Corporate Votes?”, *Quarterly Journal of Economics* 110 (1995), p. 1047 et seq.
- ZUFIAUR, J.M. (2001), “Despidos bursátiles”, *Cinco Días* 22-V-2001, p. 19.

*The Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, Mexico, 8-10 April 2002*

WILLIAMSON, O.E. (1989), *Las instituciones de la economía capitalista*. Spanish trans., México 1989.

WHINCOP. M.J. (2001), "Reintroducing Releases of Officer Liability into Australian Corporate Law, working paper available at [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com), 2001.