

ANATOMÍA DEL DEBER DE LEALTAD*

CÁNDIDO PAZ-ARES

Abogado**

Anatomía del deber de lealtad

El estudio ilustra la magnitud del problema de la extracción de beneficios privados en la escena corporativa y, a partir de ahí, encarece la necesidad de reforzar el tratamiento jurídico del deber de lealtad de los administradores, en el que el autor sitúa el corazón de un derecho de sociedades reflexivo. Tras ello, identifica las principales insuficiencias o imperfecciones de que tradicionalmente viene adoleciendo nuestra legislación y valora las medidas adoptadas por la reciente Ley 31/2014 (de reforma de la Ley de Sociedades de Capitales para la mejora del gobierno corporativo) para paliarlas o atenuarlas. Este ejercicio le permite diseccionar las piezas fundamentales del deber de lealtad y mostrar la estructura básica de su nueva regulación.

PALABRAS CLAVE

Deber de lealtad, deberes fiduciarios, conflictos de interés, beneficios privados, responsabilidad de los administradores, enriquecimiento injusto.

Anatomy of the Duty of Loyalty

This study examines the severity of the problem entailed by private benefits extraction in the corporate arena and, from there, underscores the need to fortify the legal treatment of the duty of loyalty of directors, where the author places the very heart of any meaningful corporate law. Following this examination, the author proceeds to identify the principal insufficiencies or imperfections that have traditionally beleaguered our legal framework and assesses the measures implemented by the recently adopted Law 31/2014 (amending the Companies Act to improve corporate governance) to mitigate them. This exercise enables the fundamental aspects of the duty of loyalty to be dissected, thereby revealing the basic structure of the new regulations.

KEY WORDS

Duty of loyalty, fiduciary duties, conflicts of interest, private benefits, directors' liability, disgorgement, unjust enrichment.

Fecha de recepción: 15-1-2015

Fecha de aceptación: 30-1-2015

1 · INTRODUCCIÓN

Los organizadores de esta reunión me han brindado la oportunidad de compartir con todos vosotros algunas reflexiones sobre uno de los temas estelares de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo aprobada por la Ley 31/2014 el pasado 3 de diciembre. El tema en cuestión es la regulación del deber de lealtad de los administradores. Debo confesar que, habiendo tenido el privilegio de formar parte de la llamada Comisión de Expertos, de cuya propuesta trae causa la nueva regulación, mi punto de vista no es seguramente el más imparcial¹. Os pido por

ello que apliquéis a mis palabras y a mis juicios —ciertamente benevolentes con la reforma— el correspondiente descuento.

Adelanto que el objetivo de la exposición no es exegetico, sino sistemático. Mi propósito es diseccionar las grandes piezas de la normativa objeto de examen, encuadrarlas en nuestro sistema de gobierno corporativo y, a partir de ahí, explicar las razones y fines que las justifican. Para ello he de comenzar recordando que cualquier sistema de gobierno corporativo está integrado por un conjunto heterogéneo de instrumentos de salvaguardia y supervisión cuya finalidad es alinear los incentivos de los *insiders* (el equipo directivo, los administradores y, en su caso, el grupo de control) y los intereses de los *outsiders* (los accionistas minoritarios). Supuesto que los *outsiders* aspiran a maximizar los retornos de su inversión, a los *insiders* se les piden dos cosas: (i) que gestionen adecuadamente los recursos que se les han confiado y (ii) que distribuyan equitativamente los rendimientos que generan. Es así como quedan sujetos a dos imperativos fundamentales, cuyo *enforcement* eficaz es el fin supremo de cualquier sistema de gobierno corporativo: *maximizar la producción de valor y minimizar la redistribución de valor*. Si infringen el primer imperativo —el imperativo de la diligencia— cometen actos de «gestión indebida» (*mismanagement*). Si infringen el segun-

* El presente trabajo reproduce básicamente el texto de la conferencia dictada en la reunión anual del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez celebrada el pasado día 21 de febrero de 2014. El texto, inicialmente redactado a la vista del Anteproyecto de Ley, se ha adaptado a versión final de la Ley 31/2014 y actualizado en otros aspectos menores. Para su publicación se le han añadido algunas notas a pie de página que contienen aclaraciones colaterales y las indicaciones bibliográficas imprescindibles. El estudio está dedicado a la memoria de Emilio Beltrán, amigo y compañero en la cátedra prematuramente desaparecido.

** Del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid). Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad Autónoma de Madrid.
1 V. *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo*, Madrid 13 de octubre de 2013, disponible en la web de la CNMV.

do imperativo —el imperativo de la lealtad, sobre el que hemos de concentrar la atención en esta disertación—, cometen actos de «apropiación indebida» (*misappropriation*).

La deslealtad corporativa entraña siempre, en efecto, una «apropiación indebida», sea en acto o en potencia. No me refiero, como es natural, a la conducta tipificada bajo ese nombre en el Código Penal, sino a una actuación genérica que se caracteriza por la desviación de valor de la esfera social a la esfera individual, siempre motivada por *la anteposición de los intereses propios a los intereses ajenos por los que uno debe velar*. La que podríamos llamar «apropiación indebida civil» consiste en la extracción de eso que los economistas denominan «beneficios privados» del control². Más tarde veremos que las tecnologías de extracción —o, si se prefiere, de redistribución de valor— son muy variadas, complejas, sofisticadas y a menudo dotadas de un propósito empresarial plausible.

2 · «BENEFICIOS PRIVADOS»: UNA BREVE ILUSTRACIÓN

Para ilustrar la importancia o magnitud del problema tomaré como ejemplo una transacción relativamente frecuente en los mercados de capitales: la adquisición de una participación minoritaria de control (normalmente entre el 10% y el 30%). Todo el mundo sabe que estos paquetes de control suelen intercambiarse con una prima sobre su precio de mercado. Lo intrigante sigue siendo por qué. ¿Por qué hay personas dispuestas a pagar, pongamos, 1'5€ por una acción que cotiza a 1€? El poder y la gloria no parecen explicación suficiente. La gente no dilapida miles de millones sólo para mandar, salvo que mandar incrementa el retorno esperado de la inversión (en cuyo caso «dilapidar» ya no sería la palabra justa o adecuada). Y si es así, una de dos: o bien el adquirente paga la prima de control

porque confía en producir más valor del que estaba produciendo el *management* anterior (si el valor esperado de los flujos de caja era de 100, espera que bajo su gestión sea de 150) o bien la paga porque confía en apropiarse de más valor del que corresponde a su participación (si le corresponde un 20% de los rendimientos, espera obtener un 30%). *Tertium non datur*, a no ser que hablemos de una combinación de ambas explicaciones.

El cálculo o diseño que en cada caso mueve al adquirente que toma el control —búsqueda de mayor eficiencia o búsqueda de «beneficios privados»— es una incógnita que seguramente nunca podremos despejar. Su lenguaje público será, como es natural, el de la eficiencia. En cambio, es fácil averiguar lo que piensan los inversores (¡basta mirar los boletines de cotización!). Si piensan que el adquirente producirá más valor, el precio de mercado de las acciones, una vez hecha pública la operación, tenderá a converger con el precio satisfecho (1'5€). Por el contrario, si estiman que redistribuirá valor, la cotización tenderá a alejarse del precio pagado y regresar a su estado primitivo (1€) o incluso caer por debajo de este umbral. La diferencia entre el valor privado y el valor público de la compañías —entre el valor que le atribuye el adquirente y el valor que le atribuye el *free float*, uno y otro en función de los rendimientos que respectivamente esperan obtener de ella— nos ofrece, por ello, información fiable acerca de la magnitud de los *beneficios privados* que extraen los *insiders* en un determinado mercado y, de paso, sobre la calidad de su sistema de gobierno corporativo.

La investigación empírica revela la existencia de sorprendentes variaciones internacionales en el valor de esa magnitud. El estudio seguramente más ambicioso —basado en una muestra de 393 transacciones privadas de cambio de control realizadas en todo el mundo entre 1990 y 2000— indica que en algunos países la diferencia entre valor privado y valor público es pequeña o despreciable —en torno al 2'5% (EE.UU. o Reino Unido)— y que en otros es *notable* —en torno al 10% (Francia o Alemania)—, *grande* —en torno al 15% (Chile o Portugal); *grandísima* —en torno al 30% (Argentina, Italia o México); o simplemente *increíble* —superior al 50% (Brasil, Rusia o Chequia/Eslovaquia)³. Los

² La terminología es muy variada. Otra forma de nombrar el fenómeno es hablando de «utilización oportunista» de las facultades discrecionales que recibe el administrador. El *oportunismo* es aquel tipo de incumplimiento contractual que consiste —según la célebre definición del Premio Nobel Williamson— en «la búsqueda del interés propio con dolo». Esta es la esencia de lo que en el lenguaje natural se conoce como conducta o comportamiento desleal (cfr. WILLIAMSON, O.: *Las instituciones económicas del capitalismo*, trad. esp., México, 1985, p. 57). Aunque jurídicamente el dolo no es elemento esencial de la infracción del deber de lealtad (de ahí que, entre otras cosas, no haya que probarlo), empíricamente es el elemento usual.

³ DYCK, A. y ZINGALES, L.: «Private Benefits of Control: An International Comparison», *Journal of Finance* 59 (2004), pp. 537 ss.

datos que ofrecen sobre España Dyck y Zingales no son estadísticamente significativos (en la década que cubre su estudio apenas hubo transacciones privadas de cambio de control debido a la necesidad de formular opa para hacerse con un paquete superior al 25%). No obstante, podemos hacer una estimación relativamente fiable dirigiendo la mirada a las opas parciales, un fenómeno singular de nuestra experiencia jurídica, hoy afortunadamente desterrado. Aunque a otros efectos, Juan Fernández-Armesto se tomó en su momento la molestia de hacer ese cálculo con todas las ofertas de esa índole formuladas entre 1989 y 1997, y verificó un desfase o diferencia del 18'5% entre el precio de la opa (valor privado) y el precio que posteriormente prevaleció en el mercado (valor público)⁴. Nuestra conjetura, a la vista de ello, es que la tasa de extracción de beneficios privados en España no es nada despreciable. Sería *grande* en la taxonomía anterior⁵.

Sabemos que cuanto mayor es el volumen de los beneficios privados o, si se prefiere, cuanto mayor es la diferencia entre valor público y valor privado de las compañías, mayor es el incentivo para la concentración de propiedad, menor la confianza del público y, por tanto, menor la liquidez, la profundidad y el tamaño de los mercados de capitales. Lo que no sabemos con exactitud son los factores que explican el fenómeno. La hipótesis que cada día cobra más fuerza se funda en la estructura del derecho de sociedades y del sistema de gobierno corporativo y, muy especialmente, en la efectividad de los instrumentos de salvaguardia y supervisión de los conflictos de interés. La intuición básica es muy simple: las ganancias derivadas de los beneficios privados son tan suculentas que sólo la amenaza creíble de responsabilidad societaria permite conjurar o minimizar el problema⁶. Las investiga-

ciones pioneras en *law & finance* de La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny ofrecieron un poderoso respaldo empírico a esta tesis, que correlaciona el desarrollo del mercado de capitales y la protección jurídica del inversor frente al riesgo de expropiación⁷. Desde entonces, ese respaldo no ha dejado de crecer.

3 · DERECHO MECÁNICO Y DERECHO REFLEXIVO

Pues bien, si el mal está en la insuficiencia de protección jurídica, lo oportuno es proveer ese derecho que falta. Pero hay que identificarlo y configurarlo bien, no vaya a ser que el remedio sea peor que la enfermedad. Y aquí es donde vemos enfrentadas diversas políticas jurídicas —diversas opciones de regulación—, que se han puesto de manifiesto en el debate académico generado por los trabajos prelegislativos. Un amplio sector de nuestra doctrina mercantilista —y con ello traslado a nuestro país el juicio que hace unos años efectuaba Luca Enriques respecto de Italia⁸— apuesta con frecuencia por soluciones formales, doctrinales e imperativas. El paradigma de este tipo de planteamientos lo representó en su momento la propuesta de *Código de Sociedades Mercantiles* de 2001 y a él responde aún, en medida ciertamente atenuada, la propuesta de *Código Mercantil* de la Comisión General de Codificación presentada en el verano de 2013. En cambio, la reforma obrada por la Ley 31/2014 ha optado, conforme a la propuesta de la Comisión de Expertos, por soluciones sustanciales, funcionales y liberales. Y creo que muy justificadamente. No se trata de que la Ley de Sociedades de Capital prescriba el número de consejeros independientes, que determine quién ha de presidir la junta general, que disponga si el primer ejecutivo puede o no puede presidir el consejo de administración o que tome partido sobre éste o aquél aspecto de la organización y funcionamiento de los órganos de gobierno de la sociedad. No parece que soluciones

4 FERNÁNDEZ-ARMESTO, J.: «Las OPAs y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia», *Revista de Derecho Mercantil* 227 (1998) pp. 37 ss.

5 La cifra del 18'5% se utiliza en la exposición con fines exclusivamente retóricos, como un *flash* para recordar al lector que la magnitud del problema está lejos de ser despreciable. Seguramente hoy, casi veinte años más tarde, la cifra no sea exacta. En todo caso, nuestra percepción cualitativa es que —desde un punto de vista comparado— las cosas no han variado mucho.

6 De ahí que, desde el punto de vista económico, se ponga todo el acento en la prevención o disuasión: «*Stripped of legalistic formalisms and moralizing rhetoric, the functional core of the fiduciary obligation is deterrence*» (SITKOFF, R. H.: «The Economic Structure of Fiduciary Law», *Boston University Law Review* 91 (2011), p. 1043).

7 V., específicamente en relación al deber de lealtad que nos ocupa, DJANKOV, S., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A.: «The Law and Economics of Self—Dealing», *Journal of Financial Economics* 88 (2008), pp. 430 ss.

8 V. ENRIQUES, L.: «Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan», *European Business Organization Law Review* 3 (2002), pp. 756 ss. y «Off the Books, but on the Record: Evidence from Italy on the Relevance of Judges to the Quality of Corporate Law», en MILHAUPT, C. J. (ed.), *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Governance in a New Era of Cross—Border Deals*, New York 2003, p. 181 ss.

de este tipo sean la panacea, ni siquiera que sirvan de mucho para atajar el problema de los beneficios privados y la redistribución de valor. Desde el punto de vista de la política legislativa, mi impresión es más bien la contraria: lo que hace falta es flexibilizar el derecho de sociedades, simplificarlo, desformalizarlo y dar indicaciones para que los aplicadores del derecho vayan a la sustancia de las cosas y se comprometan con análisis funcionales. Frente a un *derecho de sociedades mecánico*, abogo por un *derecho de sociedades reflexivo*.

Necesitamos algo más sutil para rebajar esa tasa del 18'5%. Los beneficios privados no se extraen directamente de la caja de la sociedad, eso es robo o «apropiación indebida» en el sentido penal o criminal del término. La «apropiación indebida civil» se instrumenta —como decíamos al comienzo de la exposición— por medio de estrategias complejas, creativas, refinadas y frecuentemente dotadas de un propósito empresarial plausible (operaciones vinculadas, coinversiones con sociedades de los *insiders*, uso de información estratégica de la sociedad, ventas de activos de negocios interconectados, *creeping acquisitions*, ofertas de exclusión, MBOs, transacciones de resistencia en contextos hostiles, *insider trading*, oportunidades de negocios, precios de transferencia, *related finance*, ampliaciones de capital dilutivas y toda suerte de transacciones internas frecuentemente legitimadas con la apelación al «interés del grupo»). Los instrumentos del derecho de sociedades mecánico y la cultura formalista que inspiran han determinado que muchas de estas operaciones de extracción de beneficios privados resulten legalmente toleradas en la Europa continental y, desde luego, en España. Es particularmente instructivo al respecto el célebre estudio de Johnson *et al.* titulado *Tunneling*. Se trata de una pieza breve y deliciosa, cuya lectura recomiendo vivamente a todos los estudiantes y estudiosos del derecho de sociedades⁹. En ella, los autores analizan tres sentencias corrientes de jurisdicciones continentales —el caso *Peronnet*, el caso *Marcilli* y el caso *Flambo*—, muy ilustrativas de la tendencia de los jueces a rehuir el examen del fondo de los conflictos societarios sometidos a su consideración y a resolverlos —con deferencia y sin responsabilidad alguna para los *insiders*— mediante un análisis meramente formal o doctrinal (por ejemplo, con

una apelación hueca al interés del grupo o la afirmación de que falta de una decisión colectiva impugnabile o la idea de que la operación no es ruinoso para la sociedad)¹⁰.

Los ejemplos abundan también en la experiencia doméstica. El caso *Equitek*, uno entre tantos, puede servirnos de ilustración. He aquí los hechos básicos: *Equitek* es una sociedad que presta servicios de asesoramiento y gestión inmobiliarios. Uno de sus activos principales es el contrato que tiene firmado por varios años con *Agora*, una empresa dedicada a la promoción inmobiliaria. El administrador único de *Equitek*, de consuno con el consejero delegado de *Agora*, decide resolver anticipadamente el contrato a finales de mayo de 1985, razón por la cual sus consocios proceden contra él ejercitando la acción social de responsabilidad. Lo que pretenden es que indemnice a la sociedad los daños ocasionados por la resolución injustificadamente pactada con la contraparte, que se cifran sobre todo en el lucro cesante. Es importante destacar que el admi-

¹⁰ Tomemos, por ejemplo, el caso francés *Peronnet*. Un socio minoritario de la sociedad anónima SAP, controlada por la familia Peronnet, litiga contra los administradores de dicha sociedad pertenecientes a la mencionada familia. La familia había constituido una nueva compañía (SCI) íntegramente participada por sus miembros. SCI compró un solar y tomó un préstamo para construir un almacén. Luego alquiló el almacén a la SAP y utilizó las rentas percibidas para repagar el préstamo. El demandante argumentó que los administradores de la familia Peronnet habían expropiado para beneficio privado una oportunidad empresarial (la construcción y explotación del almacén) y que de esta manera se beneficiaron indebidamente a expensas de los minoritarios. El Tribunal desestimó la demanda sobre la base de dos argumentos: en primer lugar sostuvo que la decisión de los Peronnet de pagar a SCI para que almacenase sus productos no iba en contra del interés del social, y como evidencia de ello adujo que SAP se expandió en esa época. En segundo lugar, consideró que la expansión de SAP benefició también a los minoritarios. En definitiva, afirmó que en ese caso bien cabía estimar que la decisión de construir el almacén para alquilarlo no fue tomada con la única intención de beneficiar a los accionistas mayoritarios (la familia Peronnet) y que tenía un propósito empresarial plausible. Bajo el derecho francés, esto era suficiente para fallar contra el minoritario. El Tribunal no se preguntó si la constitución de SCI para desarrollar el almacén era un negocio que naturalmente correspondía a SAP ni si los precios que aplicó a SAP por el uso del almacén eran razonables o equitativos para los minoritarios, aunque no experimentarían ninguna pérdida (¡faltaría más!), como si la redistribución de valor operada fuese irrelevante. El caso italiano *Marcilli* o el belga *Flambo* revelan una lógica judicial muy similar. En ellos, la filial participada en un 49% por socios minoritarios hace negocios con la matriz en condiciones peores a las que podría haber obtenido en el mercado. Los administradores son absueltos simplemente por entender el Tribunal que la influencia ejercitada por el accionista mayoritario (en su exclusivo beneficio) era consistente con el interés del grupo.

⁹ JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A.: «Tunneling», *American Economic Review* 90 (2000), pp. 22-27.

nistrador de *Equitek* se separa de la sociedad en septiembre de ese mismo año, habiéndose demostrado que desde el mes de julio venía trabajando para *Agora* a cambio de una remuneración nada despreciable, prestándole servicios similares a los que eran objeto del contrato resuelto. A la vista de estos hechos, uno diría que la resolución ha sido la treta ideada por el administrador para apoderarse deslealmente de un contrato que pertenecía a la sociedad. *Prima facie* no es fácil pensar otra cosa. El Tribunal Supremo, sin embargo, es de otra opinión y, de hecho, absuelve al administrador (v. STS 16—VI—1992 (RJ 1992\5315)). No sé lo que sabían los magistrados, pero la argumentación aducida deja entrever desde luego una aplicación meramente formal de las reglas sobre la carga de la prueba¹¹.

4 · EL DEBER DE LEALTAD EN SERIO

Decía que la solución al problema del oportunismo y la extracción de beneficios privados no puede venir de la mano del derecho mecánico, ha de venir por otros derroteros. Para mí la cuestión es bastante fácil: se trata simplemente de tomarse en serio el deber de lealtad de quienes gobiernan la sociedad, un deber al que tradicionalmente nuestra legislación y nuestra doctrina apenas han prestado atención. La mejor prueba de ello son los manuales al uso, una de las herramientas más decisivas en la forja de la mentalidad y sensibilidad de los juristas. Un simple ejemplo: de las casi 300 páginas que le dedica el manual de Sánchez Calero a las sociedades, apenas dos están dedicadas al deber de lealtad¹². La gran mayoría se ocupan de la mecánica.

¹¹ Entiende la Sala que «del hecho de que [el administrador] prestara servicios a *Agora* a partir de una fecha posterior en más de dos meses a la resolución del contrato [...] no puede inferirse, sin más, que su actuación anterior estuviera motivada por la finalidad de lucrarse en perjuicio de la sociedad», que más bien debe atribuirse a discrepancias entre socios que hacían prever que todo acabaría pronto con «la práctica desaparición de la actividad» de la sociedad. Considera por ello que la decisión del administrador es razonable, aunque no debe estar muy seguro de ello porque a renglón seguido se siente en la necesidad de precisar que «aun si se considerase discutible, no hay razón para calificarla como gravemente negligente o maliciosa». La deferencia mostrada con el administrador que —en el mejor de los casos (es decir, aunque la sociedad efectivamente estuviese condenada a desaparecer)— se toma la justicia por su mano y seguramente en su beneficio no parece justificada. Habiendo un conflicto de interés presumible, el administrador no debió hacer lo que hizo sin consultar a la junta de socios.

¹² La referencia al manual del profesor Sánchez Calero —los *Principios de Derecho Mercantil* (19.ª ed. revisada por J. Sánchez

En cambio, el manual de referencia en Estados Unidos —el *Corporate Law* de Robert Clark—, le dedica 286 de un total de 800. En definitiva, mi tesis es que para mejorar la calidad de nuestro sistema de gobierno corporativo no necesitamos —o no necesitamos tanto— regulaciones de estructura (competencias, órganos, procedimientos, burocracia, etc.). Necesitamos normas de conducta.

El deber de lealtad es la segunda mitad de la regla que exige distribuir *pro rata* el beneficio público (los dividendos) y en él se sitúa el corazón de un derecho de sociedades reflexivo o de fondo, el motor que en última instancia permite asegurar «la permanente evolución del derecho de sociedades»¹³. La ventaja comparativa del derecho americano frente al derecho europeo reside precisamente en eso. Incluso en Alemania, que es el espejo donde a menudo miramos el futuro los juristas españoles, los especialistas reconocen que el desarrollo de esta pieza fundamental del derecho de sociedades se encuentra aún en mantillas («steht erst am Anfang»)¹⁴. La legislación no puede hacer ciertamente todo el trabajo, pero es mucho lo que puede contribuir para que a medio o largo plazo el sistema jurídico —doctrina y jurisprudencia incluidas— avancen en la dirección adecuada sin interferir con la necesaria libertad de organización y gestión de la empresa. Para ello hay que incorporar previsiones adecuadas a la naturaleza del problema, previsiones que efectivamente puedan ayudar a remover las causas de la trivialidad o inoperatividad del deber de lealtad en nuestro entorno, que —en el plano legislativo, el único sobre el que se puede actuar inmediatamente— están asociadas a ciertas insuficiencias de diseño y configuración. Las insuficiencias más relevantes se refieren: (i) a la propia visibilidad del derecho de la deslealtad corporativa (v. *infra* 5); (ii) a la tipificación de las conductas desleales (v. *infra* 6-9); (iii) a la identificación de los destinatarios de los deberes de lealtad (v. *infra* 10); (iv) a los cauces previstos para exigir la

Calero Guilarte, Madrid 2014, vol. I, pp. 256-257)— se justifica por ser uno de los más representativos y difundidos —muy justamente por cierto— en nuestro país. Podría haber citado cualquier otro de los que circulan por nuestras aulas universitarias, incluido aquél en el que participo como autor, que, en términos porcentuales, no le dedica más atención al deber de lealtad (aludo al *Curso de Derecho Mercantil* dirigido por R. Uría y A. Menéndez, 2.ª ed., Madrid 2006, pp. 979-981).

¹³ CLARK, R.: *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, p. 141.

¹⁴ La expresión original es de ABELTSHAUSER, Th.: *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaften*, Köln-Berlin-Bonn-München 1990, p. 271.

correspondiente responsabilidad (v. *infra* 11); y (v) al volumen de las sanciones aplicables (v. *infra* 12). Seguidamente valoraré cada una de estas insuficiencias o imperfecciones y las medidas adoptadas por la reforma para paliarlas o, al menos, atenuarlas. De este modo espero mostrar la anatomía del deber de lealtad, la estructura básica de su nueva regulación.

5 · VISIBILIDAD DEL DEBER DE LEALTAD

Comenzaré aludiendo a eso que he llamado *insuficiencia de visibilidad del derecho de la deslealtad corporativa*, el primer problema que debía atajar la reforma. En nuestra legislación tradicional, la regulación del deber de lealtad era una pieza anodina, apenas perceptible en el marco de una normativa muy prolija, dedicada fundamentalmente a regular los aspectos administrativos y procedimentales del funcionamiento de las sociedades, una pieza sepultada por el derecho mecánico¹⁵. No he de remontarme a la Ley de 1951. Todavía la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 —que en lo fundamental persiste en la refundición obrada por la Ley de Sociedades de Capital— prácticamente despachaba el tema con la lacónica previsión de que los administradores deben obrar «con la diligencia de un ordenado empresario y un representante leal» (art. 127), que además, para acabar de arreglar las cosas, cargaba todas las tintas sobre el deber de diligencia. De hecho, el entero régimen de responsabilidad de los administradores se hizo descansar sobre un tratamiento unitario de la responsabilidad construido sobre el patrón o modelo de las faltas de negligencia¹⁶. Si a la escasa densidad de la normativa y al énfasis excesivo en la diligencia añadimos ahora la cultura jurídica formalista y doctrinal imperante (cuando hablo de doctrinal me refiero a la tendencia a la abstracción, el con-

ceptualismo y el agnosticismo cultural), no es de extrañar el resultado obtenido, un franco subdesarrollo y atrofia del derecho de la deslealtad, que por definición requiere un enfoque sustancialista y centrado en las circunstancias específicas del caso¹⁷. La pobreza que exhibe su tratamiento en la manualística, a la que ya nos hemos referido, es el corolario de todo ello y, a la vez, la causa que impide o dificulta salir del círculo vicioso.

No va a ser fácil la superación de estos condicionantes. Depende de distintos factores, algunos de los cuales escapan al dictado legal. En todo caso, hay que intentarlo. En esta línea, debe reconocerse que la reforma ha dado algunos pasos no exentos de importancia para remontar la situación y dar mayor visibilidad a este capítulo fundamental del derecho de sociedades. Se proyectan en el plano de la sistemática, del diseño y del lenguaje.

5.1 · En el plano de la sistemática y contando con las limitaciones estructurales de las que partía, la Ley 31/2014 ha logrado al menos crear un espacio propio para el tratamiento de la deslealtad mediante el desarrollo de una normativa articulada en varios niveles de abstracción decreciente (arts. 227-230 LSC), que gana notablemente en consistencia y densidad. Quizá peque de optimismo, pero mi impresión es que, por sí solo, este hecho lanza un mensaje apropiado —tolerancia cero con la redistribución de valor— y señala dónde ha de ponerse el foco del gobierno corporativo, realzando así la visibilidad o relevancia de la materia dentro del sistema legal de las sociedades de capital.

5.2 · En el plano del diseño, la contribución más importante de la reforma estriba en la diversificación del régimen de responsabilidad de los administradores en función de una neta separación judicial entre diligencia y lealtad y de una política del derecho que claramente prioriza el tratamiento de la deslealtad (notablemente más severo) sobre el de la negligencia (que se hace más benigno, gracias sobre todo a la *business judgment rule*). Para lograr

¹⁵ En otros trabajos me he ocupado del «prejuicio tecnocrático» que ha dominado durante mucho tiempo nuestra aproximación al derecho de las sociedades de capital: v. PAZ-ARES, C.: «¿Cómo hacemos y cómo entendemos el derecho de sociedades?», en PAZ-ARES, C. (coord.): *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid 1997, pp. 194 ss.

¹⁶ He destacado este aspecto en PAZ-ARES, C.: *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Fundación de Estudios Registrada, Madrid, 2007, pp. 15-16. En todo caso, la inercia tradicional ha persistido y las tesis diferenciadoras o diversificadoras se objetan por no ajustarse a nuestro sistema. Un buen exponente de ello es la afirmación de que «[e]n rigor, los deberes de lealtad son una manifestación más del deber troncal de diligencia» (MATEU DE ROS, R.: *El Código Unificado de Buen Gobierno*, Madrid 2007, p. 392).

¹⁷ Nuestros jueces producen sentencias muy abstractas y conceptuales —«imitan a la doctrina»—, centradas más en las cuestiones jurídicas que en los *factual specifics*; tan es así que a menudo no permiten conocer lo que realmente pasa y el lector avezado intuye (para un juicio semejante en Italia, v. ENRIQUES, L.: *European Business Organization Law Review* 3 (2002), pp. 756 ss.).

este objetivo de diversificación no bastaba con doblar en dos artículos distintos la formulación de sendos deberes (como hizo en su momento la Ley de Sociedades de Capitales: v. arts. 225 y 226 LSC en su redacción previgente). Era necesario especializar el tratamiento jurídico de la deslealtad en diversos ámbitos de la regulación material: en la tipificación de conductas, en la forma de exigir la responsabilidad, en la definición de las sanciones aplicables, y así se ha hecho en la reforma como tendremos ocasión de comprobar en el curso de la disertación. La especialización es otra manera de dar visibilidad al derecho de deslealtad corporativa.

5.3 • En el plano del lenguaje se ha avanzado igualmente merced sobre todo a la introducción de un sesgo o cariz moral más acusado. Lo iremos viendo también. Ahora destacaré la nueva formulación de la cláusula general, que mejora la tradicional. «Los administradores —así reza el nuevo art. 227.1 LSC— deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad». Tal vez alguno piense que esta jerga o música celestial aporta poco al derecho, pero se equivoca. Cuando pretende disciplinarse una actividad esencialmente discrecional, como es la del administrador, resulta especialmente apropiado acudir al lenguaje moral, pues ello facilita varias cosas. En primer lugar, aun cuando la sustancia de lo que comunica la nueva cláusula no muda, es indudable que las indicaciones que ofrece son más expresivas, y aquí reside ya buena parte de su valor, pues el derecho cumple también —según apuntaré un poco más adelante (v. *infra* 6)— una función expresiva o promocional de primer orden que no debe ignorarse¹⁸. La mayor expresividad es otra forma de incrementar la visibilidad de este fragmento legal.

En segundo lugar, el lenguaje moral, por su propia naturaleza abierta y expansiva, lleva implícita una invitación a los aplicadores del derecho a abandonar o moderar el formalismo¹⁹. El juez se siente

interpelado a efectuar un juicio moral de la conducta —no un juicio formal de subsunción—, y esto seguramente propiciará que desplace la atención hacia el *fact finding* para determinar si verdaderamente los administradores —en caso de conflicto de interés— han actuado en el «mejor» e incluso en el «único» interés de la sociedad dejando de lado el suyo propio y el de sus allegados. Fallos como los recordados antes en los casos *Peronnet*, *Marcilli*, *Flambo* o *Equitek* deberían ser menos frecuentes. La excusa «esto podrá ser poco ético, pero es legal», tristemente célebre en la hora que escribo estas líneas, tendrá menos probabilidades de prosperar.

En tercer lugar, el lenguaje moral contribuye también a que los jueces definitivamente cobren conciencia de sus tareas «legislativas». La norma del art. 227.1 LSC no contiene una regla, sino una autorización o delegación al juez para crearla en cada caso²⁰. No es legislación *ex ante*, sino legislación *ex post*, según una célebre formulación²¹. Esto no supone una abdicación o claudicación del legislador, sino el reconocimiento de que es imposible regular de antemano una fenomenología compleja, cambiante y escurridiza, sin dejar muchas lagunas que pueden ser explotadas por el administrador desleal o establecer cortapisas que frecuentemente les dejarán atados de manos impidiéndoles realizar transacciones beneficiosas para la sociedad y sus accionistas (los consabidos problemas de infrainclusión y sobreinclusión). El lenguaje moral permite reducir estos problemas. Es cierto sin embargo que lo hace a costa de incrementar la incertidumbre y los costes de decisión. Aparece así de nuevo el

des de Capital y la función notarial», *El Notario del Siglo XXI* 59 (2015), pp. 44-45. Subraya el autor la importancia de la «moralización de nuestro derecho de sociedades», necesariamente ligada al empleo de conceptos jurídicos indeterminados, que inevitablemente conducen a «un tipo de lógica ponderativa y casuística que es propia del razonamiento moral o práctico», alejada del «tradicional formalismo jurídico que había encontrado precisamente su máxima expresión en el derecho de sociedades de capital».

20 Paradójicamente, el hecho mismo de que en la tradición iusfilosófica positivista se considere el lenguaje moral —o si se prefiere, la norma formulada en forma de estándar o principio— inidóneo para cumplir la función propia del derecho —que es precisamente el *settlement* de las cuestiones morales (al respecto es muy lúcida la reflexión de ALEXANDER, L. y SHERWIN, E.: *The Rule of Rules. Morality, Rules and the Dilemmas of Law*, Duke University Press, Durham-London 2001, pp. 14-17)— pone de relieve la necesidad de entenderlo como una norma no deóntica de atribución de competencia.

21 V. KAPLOW, L.: «Rules versus Standards: An Economic Analysis», *Duke Law Journal* 42 (1997), pp. 557 ss.

18 Refiriéndose justamente al lenguaje y expresiones morales que suelen utilizar los jueces americanos para definir los deberes fiduciarios de los administradores, se ha observado oportunamente que «*as experimental gaming suggests, many people can resist self-interest when instructed to do so by a respected authority, such judicial 'expressions' can change behavior even when unaccompanied by material sanctions*» (STOUT, L.: *Cultivating Conscience. How Good Laws Make Good Persons*, Princeton University Press 2011, p. 196).

19 Sobre este punto me parecen oportunas las consideraciones de GONZÁLEZ-MENESES, M.: «La reforma de la Ley de Socieda-

viejo dilema entre los valores de la justicia y de la seguridad jurídica.

Pues bien, la opción del legislador por la justicia o *fairness* a costa de la seguridad y la previsibilidad se revela especialmente apropiada en el campo de la deslealtad corporativa. La razón estriba en que la incertidumbre es aquí menor que en otros campos regidos por cláusulas generales y conceptos indeterminados y, por consiguiente, menor asimismo el riesgo de error. Intuitivamente, las conductas desleales apenas entrañan riesgo de error para el administrador puesto que es relativamente baja la probabilidad (i) de que al planificar su actividad se equivoque en el juicio; tratándose de operaciones que se descalifican precisamente por el oportunismo y la extracción excesiva de ventajas personales, todo el mundo sabe dónde están los límites; (ii) de que posteriormente el juez yerre al valorar el caso, pues, a diferencia de lo que ocurre con el juicio de negligencia —que entraña una valoración técnico-económica compleja—, el juicio de lealtad es de orden moral o deontológico, y para ello están mejor preparados los jueces²²; y (iii) de que el administrador finalmente tenga dificultades de prueba, al menos si está establecido un protocolo o procedimiento homologado para la aprobación de las transacciones potencialmente conflictivas como veremos es el caso (v. *infra* 9)²³. La incertidumbre, además, se atenúa si el propio legislador ofrece un mapa para el desarrollo consistente de reglas subsidiarias, como ha hecho en la ley de reforma objeto de examen.

6 · MAPA DE LA DESLEALTAD: SEGUNDO NIVEL

Esta última observación me lleva abordar el segundo punto y valorar cómo se cubren las *insuficiencias de tipificación de las conductas desleales*. Como acabo de recordar, nuestra legislación se ha limitado tradicionalmente a establecer un deber muy genérico o abstracto de lealtad. Todo lo que disponía es que los administradores han de proceder como un

representante leal (art. 127.1 LSA 1989). Este lacónismo legislativo —sólo paliado parcialmente por algunas tipificaciones introducidas en 2003 por la Ley de Transparencia, que dejaban mucho que desear en el plano técnico— refleja también la tónica general del derecho continental europeo. Es cierto que el amparo legal que proporciona la cláusula general de lealtad podría haber sido suficiente para que la doctrina y la jurisprudencia hubieran creado con el paso de los años un nutrido complejo de reglas claras y orientativas sobre la materia. La experiencia indica, sin embargo, que este resultado apenas se ha alcanzado. No es momento de indagar en las razones (en parte tiene que ver con la escasa sofisticación de nuestro aparato judicial en cuestiones financieras; en parte —en buena parte, como he dicho ya—, con su cultura formalista y positivista, poco dada al desarrollo del derecho más allá de la superficie literal de sus textos; y en parte, con las escasas oportunidades que ha tenido de enfrentarse a problemas de esta índole)²⁴.

Por todo ello, la segunda medida a adoptar para reforzar la eficacia del deber de lealtad consistía en detallar las principales obligaciones derivadas del principio general de forma fácilmente inteligible e internamente consistente. El éxito cosechado por la Ley de Competencia Desleal en estas dos últimas décadas es fruto en buena medida de una tipificación flexible de los actos desleales. El sólo hecho de que las normas de comportamiento estén especificadas o concretadas: (i) incrementa la observabilidad y verificabilidad de las conductas indebidas facilitando el trabajo de todos los *enforcers* y, en especial, el de los jueces; (ii) ofrece pautas suplementarias 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. Este último aspecto reviste una importancia crucial. La efectividad del deber de lealtad no depende solo —ni siquiera fundamentalmente— de las normas y los mecanismos *enforcement* jurídicos. Es crítica su interiorización por los operadores como norma social o norma moral²⁵. La formación de normas sociales es función de

²² Es muy instructiva al respecto la observación de un viejo y respetado economista: v. DEMSETZ, H.: «A Commentary on Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law», *Cornell Law Review* 71 (1986), p. 356.

²³ Para un desarrollo analítico de este punto, v. PAZ-ARES, C.: *Responsabilidad de los administradores* pp. 22-26 e *ibi* más indicaciones. El lector interesado puede encontrar en este estudio el *background* general que justifica nuestra aproximación al tratamiento del deber de lealtad.

²⁴ Para un juicio semejante en Italia, v. ENRIQUES, L.: *European Business Organization Law Review* 3 (2002), pp. 756 ss.

²⁵ En el contexto que nos ocupa, este aspecto ha sido subrayado recientemente por ENRIQUES, L.: «Related Party Transactions: Policy Options and Real—World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)», octubre de 2014, disponible en *ssrn.com.*, pp. 34-36.

muchos factores, pero aquí es oportuno volver a subrayar la paradójica importancia que tiene el derecho en este aspecto. Junto a la función preventiva, el derecho cumple también una «función expresiva», que permite modificar la conducta de los agentes mediante el envío de mensajes de autoridad acerca de qué clase de valores y comportamientos son apropiados²⁶. El derecho es una fuente de autoridad y coordinación de primer orden y, en ese sentido, contribuye de modo eficaz a establecer las pautas de lo social o moralmente aceptable o reprochable.

Pues bien, justamente esto es lo que ha tratado de hacer la flamante normativa objeto de examen. El legislador no se ha contentado con imprimir una mayor expresividad a la cláusula general del art. 227 LSC. Ha querido además suministrar en el art. 228 LSC alguna orientación adicional, y para ello ha articulado —en un nivel intermedio de abstracción o generalidad— las principales prohibiciones y obligaciones derivadas del mandato genérico de lealtad, a saber:

6.1 • La prohibición de desviación de poder: el administrador queda obligado —según reza la letra a) del indicado precepto— a «no ejercitar sus facultades con fines distintos de aquellos para los que le han sido concedidas». Aun cuando puede parecer fórmula novedosa, no es así: enraizada con un supuesto clásico de responsabilidad de los administradores —el «abuso de facultades»— recogido en el art. 144 C de C²⁷ y está emparentada con la *proper purpose rule* desarrollada en el ámbito societario anglosajón. La rica experiencia habida en este ámbito podrá importarse ahora través del nuevo concepto normativo, como se importó la doctrina del *détournement de pouvoir* del Consejo de Estado francés por nuestra jurisprudencia contencioso-administrativa.

6.2 • La obligación de confidencialidad: la dicción de la letra b) del art. 228 LSC simplifica y mejora técnicamente la redacción anterior, aunque a decir verdad no incorpora innovaciones sustantivas relevantes. En todo caso, debe tenerse en cuenta que la regulación se completa ahora con la letra c) del art. 229.1 LSC, que introduce, junto a la prohibición de revelación, la prohibición de explotación de la información reservada de la sociedad con fines privados. De la obligación de confidencialidad sólo se excluye, en sentido propio, la información pública. Toda la información privada de la sociedad debe considerarse, en principio, sujeta a reserva, salvo aquella absolutamente irrelevante e indiscutiblemente inocua a ojos de cualquier observador externo. Lo que a nuestro juicio ya no puede sostenerse ahora es que también queda fuera de la obligación de confidencialidad la información cuya divulgación se considere inidónea para provocar —dicho con las palabras del viejo art. 232.1 LSC *in fine*— «consecuencias perjudiciales para el interés social». En este punto el legislador ha querido evitar la pendiente resbaladiza por la que alternativamente podría deslizarse el mandato o deber de secreto. Es llano, en efecto, que si su aplicación se circunscribe o condiciona al perjuicio del interés social, la regla colapsa con el estándar general del que trae causa despojándola de su valor específico como regla, que es el de guiar con certeza la conducta del administrador y la función del juzgador²⁸. Esto es cabalmente lo que diferencia la regla del principio: que su formulación y su justificación no son coextensivas. Lo que caracteriza o distingue la regla —y asegura las funciones de previsibilidad, eficiencia y estabilidad que se esperan de ella— es su autonomía semántica, su relativa opacidad o *entrenchment*

²⁶ En la literatura económica y conductista, el tema ha sido introducido por SUSTEIN, C. R.: «On the Expressive Function of Law», *University of Pennsylvania Law Review* 144 (1996), pp. 2021 ss. El lector interesado en los mecanismos —autoridad, conformidad y empatía— que articulan esta función expresiva o promocional del derecho, puede consultar ahora el ya citado ensayo de STOUT, L.: *Cultivating Conscience. How Good Laws Make Good Persons*, Princeton University Press 2011, *passim*, esp. pp. 75 ss.

²⁷ Y en el desaparecido art. 79 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951.

²⁸ Para «evitar los eventuales errores de los consejeros en el juicio de confidencialidad» ya no será necesario suscribir específicos «pactos de confidencialidad», como sucedía en la STS 4-X-2011 (RJ 2012\759). La ley ya provee un «pacto general de confidencialidad». Esto no quiere decir, sin embargo, que el deber general de confidencialidad sea absoluto. Hay diversas circunstancias que justifican la excepción, tales como (i) la necesidad o conveniencia de comunicarla a los asesores de la sociedad, que a su vez están sujetos a deberes de reserva o discreción profesionales; (ii) la posibilidad de que los consejeros dominicales la trasladen a los accionistas significativos y, específicamente, a la sociedad matriz, pues ello es funcional al papel de tales consejeros en nuestro sistema de gobierno corporativo; (iii) los casos en que el propio deber de lealtad exige que se desvelen informaciones cuya ocultación puede ser perjudicial para la sociedad; recuérdese que el administrador está obligado a hacer «todo lo conveniente para evitar daño» a la sociedad (art. 237 LSC), lo que puede incluso exigir que la haga pública para impugnar acuerdos (STS 4-X-2011 (RJ 2012\759)).

respecto de su *ratio*²⁹. Al límite, si no necesitáramos de aquella autonomía u opacidad, podríamos prescindir de todo el derecho de sociedades. Bastaría una norma que dispusiese que los administradores y socios han de comportarse conforme a las exigencias del interés social o, más simplemente, que deben ser «justos y benéficos».

6.3 · La obligación de abstenerse de participar en decisiones en las que tengan un interés propio: la formulación empleada por la letra c) del precepto gana también en claridad y calidad respecto de su predecesora. De un lado, subsana un defecto o imperfección del viejo art. 229 LSC al aclarar que la obligación de abstención del administrador incurso en conflicto de interés se refiere a cualquier tipo de participación, ya sea en la deliberación o en la votación, ya sea activa o meramente pasiva³⁰. Y, de otro lado, corrige un exceso, ya que expresamente excluye de su ámbito de aplicación los llamados «conflictos posicionales», limitándolo a los «conflictos transaccionales». En todo caso, sobre la norma se ciernen algunas sombras, especialmente a raíz de la eliminación sobrevenida de la obligación de abstención en la normativa societaria italiana, que originariamente sirvió de inspiración a la doméstica. Las dudas sin embargo no deben llevar a ponerla en entredicho, aunque han de servir de acicate para una reflexión detenida, en el plano del supuesto de hecho, sobre el concepto de conflicto de interés (que prácticamente ha de limitarse al puramente patrimonial³¹) y, en el plano de las

consecuencias jurídicas, sobre las sanciones apropiadas para el caso de infracción.

Bajo esta última perspectiva, la experiencia habida en el ámbito de los grupos de sociedades y en todos aquellos escenarios en que la abstención conduce a la «mayorización de la minoría» debe hacernos pensar sobre la oportunidad de soslayar la nulidad automática por violación de una regla de procedimiento, que es la conclusión a la que formalmente conduce la infracción de una norma legal específica como la contenida en la letra c) del art. 228 LSC (al menos cuando el voto del administrador o administradores haya resultado decisivo para la adopción del acuerdo: arg. *ex* arts. 251 y 204.3 c) LSC). La solución que someto a la consideración del lector no consiste propiamente en supeditar la impugnación a la infracción del interés social, como a menudo sostiene la doctrina y la jurisprudencia³². Técnicamente no me parece correcta pues conduce al colapso de dos hipótesis conceptualmente distintas de impugnación —infracción de ley e infracción del interés social—, con el resultado de privar de cualquier sanción específica a la violación legal y de dificultar la acción de quien litiga con la nada fácil prueba de la lesión del interés social. Mi propuesta es más moderada: consiste en sustituir aquella nulidad fatal asociada a una infracción de ley por una consecuencia menos grave, pero no desprovista de contenido «sancionador», que es cabalmente la inversión de la carga de la prueba de la *fairness* de la transacción. De este modo, el juez anulará el acuerdo de que se trate a no ser que los administradores demuestren cumplidamente que la transacción a que se refiere fue justa y razonable para la sociedad, demostración que eventualmente —dentro de los grupos de sociedades— podrá realizarse en el marco de un juicio sobre ventajas comparativas y compensatorias³³.

29 El tratamiento más luminoso de esta cuestión que conozco es el de SCHAUER, F.: *Playing by the Rules*, Oxford University Press 1991, pp. 53 ss.

30 Hay que tener en cuenta que en muchos contextos, la mera presencia del interesado en la reunión, aunque sea pasiva (sin voz y voto), limita la franqueza y riqueza del debate y coarta la libertad del resto de los miembros del órgano. Normalmente habrá de entenderse por ello que la obligación de abstención implica la obligación de ausentarse de la sala del consejo (confirma esta interpretación el propio tenor literal de algún precepto que contempla un caso concreto de conflicto de interés: v. art. 249.3 LSC *in fine*), lo que no significa que en algún momento previo a la deliberación pueda ser oído. Procede recordar aquí el art. 10.2 de la propuesta modificada de 5.ª Directiva sobre la estructura de las sociedades anónimas («el miembro interesado tendrá derecho a ser oído, pero no podrá tomar parte ni en la deliberación ni en la votación del órgano de dirección relativas al acuerdo correspondiente»).

31 A este caso paradigmático habrá de asimilar aquellos otros en los que la intensidad del conflicto sea típicamente análoga (es decir, socialmente reconocible como tal). En este entendimiento, el conflicto de interés requeriría la concurrencia de tres

circunstancias: (i) que exista una *transacción* entre la compañía y otra parte; (ii) que exista una *persona con capacidad de influencia* en el proceso de decisión de la compañía respecto de la transacción; y (iii) que el *interés personal* de esa persona con capacidad de influencia en el bienestar de la otra parte de la transacción o en ciertas consecuencias colaterales de la transacción sea típicamente mayor de que su interés en el bienestar de la compañía.

32 V. SAP Madrid 17-X-2008 (JUR 2009\79460) y, sobre todo, la documentada SJM Oviedo 9-1-2014 (JUR 2015\102597). En doctrina, v., por todos, VICENT CHULIÁ, F.: «Grupos de sociedades y conflictos de intereses», *Revista de Derecho Mercantil* 280 (2011), pp. 38-42 con más indicaciones.

33 He de reconocer que la solución que propongo, frente a la tesis de la nulidad automática por infracción de ley, no deja de suscitar algunas dudas o dificultades desde el punto de vista

6.4 · La obligación de independencia. Llamo también vuestra atención sobre la letra d) del art. 228 LSC, a tenor de la cual el administrador —como titular de un mandato representativo y no imperativo— debe «desempeñar sus funciones bajo el principio de responsabilidad personal con libertad de criterio o juicio e independencia respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros». El precepto posee desde luego un alto valor «expresivo»: su mensaje contra las dobles lealtades y «lealtades particularistas» es particularmente claro³⁴. Pero más allá de su valor «expresivo», reviste también una notable importancia sistemática y práctica: no tanto porque suponga la proscripción de los pactos de voto para el órgano

operativo, pues incrementa los costes de administración del sistema (los «costes terciarios» en terminología de Calabresi), y también desde el punto de vista sistemático, a la vista de la disciplina diferenciada que ofrece el art. 190 LSC en relación a diversas clases de conflicto de interés en la junta general (sobre la que puede consultarse el reciente trabajo de VIVES, F.: «Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 137 (2015), pp. 49-53). Cabría sostener, en efecto, que la consecuencia de la inversión de la carga de la prueba sólo es aplicable cuando no hay prohibición de votar (arg. ex art. 190.3 LSC); y que cuando la hay, ha de estarse a la nulidad por infracción de ley. Con todo, personalmente se me hace difícil admitir que en determinados contextos materialmente equivalentes a los previstos en el art. 190.3 LSC y disímiles respecto de los contemplados en el art. 190.1 LSC, una decisión que se ha demostrado razonable o *fair* con un elevado grado de certeza haya de anularse por el hecho de haber sido adoptada con el voto decisivo de un administrador conflictuado. Soy consciente de que ahora se me podría devolver la crítica que yo mismo efectuaba más arriba a la vieja formulación del deber de secreto condicionada al interés social o poco antes a la tesis que supedita la impugnación a la prueba de la lesión del interés social; a saber: que hace colapsar la *regla* que impone el deber de abstención con el *principio* de lealtad (o de promoción del interés social). Sin embargo, en los supuestos que tengo en mente, a favor de la interpretación esbozada podría militar la noción de «relevancia» introducida por el nuevo art. 204.3 a) LSC, que despoja de eficacia anulatoria a los vicios procedimentales que carezcan de ella, los llamados «vicios menores» de forma o procedimiento. La cuestión en todo caso ha de quedar abierta. Y algunas otras también: ¿es aplicable la obligación de abstención cuando el acuerdo tenga por objeto dar cumplimiento a instrucciones impartidas por la junta? ¿se neutraliza dicha obligación cuando los demás administradores están afectados por un conflicto de interés de signo inverso, lo que es frecuente en *joint ventures* al 50%? ¿cabe reestructurar estatutariamente la prohibición de voto mediante la previsión de mayorías reforzadas, como tantas veces ocurre en la praxis negocial, en que la aprobación de las operaciones vinculadas se supedita a porcentajes de voto que protegen a la minoría?, etc. Estimo en todo caso que debemos esforzarnos en construir respuestas razonables.

34 Los filósofos y politólogos siempre han insistido en el peligro de corrupción que entrañan las lealtades particularistas o de clan (v., por ejemplo, CALSAMIGLIA, A.: *Cuestiones de lealtad*, Buenos Aires-Barcelona-México 2000, p. 5).

de administración —este es un resultado que ya estaba consolidado en nuestra doctrina bajo la normativa anterior³⁵— cuanto porque la deja sin excepciones objetivas. La prohibición abarca en efecto cualquier pacto de sindicación para el órgano de administración, aunque sea organizativo (y no de gestión), aunque sea particular (y no general) y aunque sea directo (y no indirecto). También se extiende a los pactos que se instrumentan mediante promesas de hecho de un tercero que, de esta forma se desterrarán de nuestra práctica. El supuesto ordinario es el de los accionistas que se comprometen recíprocamente a indemnizar daños o satisfacer una penalidad determinada a su contraparte o contrapartes en el caso de que el administrador que hayan designado —que no forma parte del pacto— desoiga las instrucciones del sindicato. Han de entenderse aplicables, sin embargo, las excepciones subjetivas, de manera que el deber de independencia cesa cuando la instrucción o el pacto procede de la totalidad de los socios³⁶.

6.5 · La obligación de evitar ponerse en una situación de conflicto de interés impuesta a los administradores por la letra e) del repetido art. 228 LSC constituye el nervio central del deber de lealtad y representa, sin duda alguna, la regulación más sobresaliente de toda la materia. La manera más eficaz de impedir que el administrador obtenga un beneficio personal indebido no es prohibiéndole alcanzar dicho resultado, sino prohibiéndole ponerse en una situación de riesgo, en la que pueda sucumbir a la tentación de alcanzarlo. La función del precepto es profiláctica, por eso define un supuesto de peligro abstracto³⁷.

Aunque conceptualmente es distinto, al *conflicto de intereses* debe equipararse normativamente el *conflicto de deberes* (cuyo ejemplo paradigmático lo

35 V., en la literatura más reciente, PAZ-ARES, C.: «Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», en *Estudios de Derecho Mercantil en memoria del Profesor A. Sánchez Andrés*, Madrid 2010, pp. 697 ss. e *ibi* más indicaciones.

36 La razón última de la admisibilidad y *enforcement* societario de las instrucciones y pactos omnilaterales reside en la inexistencia de externalidades, tal y como he explicado en otros estudios: v. PAZ-ARES, C.: «El *enforcement* de los pactos parasociales», *Actualidad Jurídica UM* 5 (2003), pp. 19 ss. y PAZ-ARES, C.: *Estudios Sánchez Andrés*, pp. 697 ss.

37 En realidad, todo el deber de lealtad puede desdoblarse en dos obligaciones básicas: una *ex ante* —evitar conflictos de interés (regla «ningún conflicto»)— y, otra *ex post* —no anteponer los intereses propios a los de la sociedad y sus accionistas (regla «ningún beneficio»).

ofrece el caso del «agente doble» o del «consejero múltiple»). La equiparación se justifica porque en uno y otro caso el riesgo de quiebra de la debida objetividad y, consiguientemente, de menoscabo de la integridad del interés protegido es similar. Tan es así que el *conflicto de deberes* acostumbra a denominarse *conflicto de interés por cuenta ajena*. La cualificación «por cuenta ajena» denota simplemente que el conflicto de interés no se produce entre la sociedad y el administrador, sino entre la sociedad y un tercero —normalmente otra sociedad— respecto del cual el administrador tiene contraídos igualmente deberes fiduciarios. *De iure condito*, la equiparación se halla consagrada con carácter general en la propia letra e) del art. 228 LSC (v. también, por ejemplo, art. 229.1 f) LSC).

7 · MAPA DE LA DESLEALTAD: TERCER NIVEL

La importancia crucial de la obligación de evitar ponerse en una situación de conflicto de interés a que acabo de aludir merece alguna precisión adicional, lo que cabalmente me lleva al tercer nivel de desarrollo o especificación de la cláusula general de lealtad. Ese tercer nivel de desarrollo nos lo ofrece la lista de las prohibiciones (*relativas*) contenida en el art. 229 LSC. Este es para mí el precepto central, el meollo de toda la regulación. En el estrecho marco de esta disertación no resulta posible prestar una mínima atención a cada una de las prohibiciones incluidas en dicha lista. Me limitaré por ello a enunciarlas o, mejor dicho, a formularlas:

(i) la *prohibición de realizar operaciones vinculadas*³⁸;

(ii) la *prohibición de prevalerse del cargo en beneficio propio*³⁹;

(iii) la *prohibición de utilizar activos sociales con fines privados*;

(iv) la *prohibición de explotar oportunidades de negocio de la sociedad*;

(vii) la *prohibición de competencia*⁴⁰; y

(viii) la *prohibición de remuneraciones externas*⁴¹.

Nihil novum sub sole podría decirse, pero no es exactamente así. El elenco referido incorpora varias innovaciones dignas de ser destacadas. En primer lugar, ofrece una ordenación elocuente de las prohibiciones al organizarlas y unificarlas bajo la matriz común del deber de evitar los conflictos de interés, lo cual ha de facilitar una construcción más consistente de los grupos de casos. En segundo lugar, mejora o depura la formulación individual de las distintas prohibiciones que en la normativa previgente presentaban distintos flancos para la crítica: por ejemplo, añade a la prohibición de utilizar el nombre de la sociedad o invocar la condición de administrador la cualificación finalista de buscar con ella desplegar una «influencia indebida», que anteriormente no existía y, en realidad, denota o apunta a lo verdaderamente reprochable⁴²; precisa que la prohibición de no compe-

La tautología no debe llevar, sin embargo, a privar de valor el concepto de «escasa relevancia», que habrá de entenderse en el sentido del lenguaje natural.

³⁹ Textualmente, la letra b) del art. 229.1 LSC prohíbe al administrador «utilizar el nombre de la sociedad o invocar su condición de administrador para influir indebidamente en la realización de operaciones privadas».

⁴⁰ El tenor literal de la prohibición contenida en la letra f) del art. 229.1 LSC se refiere a «desarrollar actividades por cuenta propia o ajena que entrañen una competencia efectiva, sea actual o potencial, con la sociedad o que, de cualquier otro modo le sitúen en un conflicto permanente con los intereses de la sociedad».

⁴¹ La dicción legal refiere la prohibición a «obtener ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad y su grupo asociadas al desempeño de su cargo, salvo las que se trate de atenciones de mera cortesía» (letra e) del art. 229.1 LSC).

⁴² La norma anterior impedía literalmente lo más natural, y es que una persona normal y honesta invocara su condición profesional de administrador de tal o cual sociedad para pedir un préstamo hipotecario o solicitar un aplazamiento de pago. Es cierto que nadie en sus cabales habría permitido que la literalidad derrotase a la finalidad en un caso como éste o análogo. La norma obviamente está para evitar aquellas combinaciones, arreglos o transacciones en los que, por ejemplo, una persona invoque su condición de administrador de una sociedad frente a su contraparte en el entendimiento de que eso facilitará que dicha sociedad haga negocios con ella. Aquí el propósito es indebido o directamente corrupto.

³⁸ De la prohibición sólo se exceptúan las operaciones ordinarias, hechas en condiciones estándar para todos los clientes y de escasa relevancia. El art. 229.1 a) LSC incurre en un error de bulto al definir la relevancia sirviéndose del concepto de materialidad contable. Una operación vinculada realizada con un consejero por importe de un millón de euros no puede en absoluto calificarse de «escasa relevancia» aunque en las grandes empresas siempre queda por debajo del nivel de materialidad contable definido por el auditor (por ejemplo, en las sociedades más importantes del IBEX-35 ese umbral de materialidad anda en torno a 50 millones de euros). En ese aspecto, por tanto, la norma ha de ser corregida teleológicamente, entendiendo —como indican las reglas contables sobre operaciones vinculadas— que siempre son materiales —es decir, relevantes a efectos de imagen fiel— las operaciones concertadas con consejeros, y así se desprende del apartado quinto de la resolución del ICAC de 14-VI-1999, por la que se publica la Norma Técnica de Auditoría sobre el concepto de importancia relativa.

tencia ha de administrarse en función de la efectividad de la competencia y no de la identidad o semejanza de los objetos sociales y la extiende a cualquier otro caso en que se aprecie la existencia de un conflicto estructural, no meramente ocasional⁴³; etc.

En tercer lugar, amplía el elenco de las prohibiciones tradicionales. Bajo este aspecto, tengo que destacar un par de novedades. Una es que por primera vez se formula como auténtica prohibición —bien que relativa, como todas las demás— la referente a la realización de operaciones vinculadas, lo que no es baladí aunque sólo sea desde el punto de vista «expresivo»⁴⁴. Otra, que se consagra expresamente la prohibición del uso de activos sociales, incorporando a la definición del objeto la información confidencial de la compañía, lo cual tampoco está exento de relevancia expresiva para orientar la cultura corporativa y neutralizar la causa de justificación basada en la «adecuación social de la conducta»⁴⁵. Y otra aún, que se entroniza la prohibición de retribuciones externas de los administradores, que tanto debate han provocado en otras latitudes a propósito de ciertas fórmulas remunerativas propiciadas por *hedge funds* y *private equities*. Si alguno de vosotros siente curiosidad por esta última innovación, me permito remitirle al trabajo que he publicado recientemente sobre la materia, el único —de cuanto me consta— disponible en nuestra literatura⁴⁶.

43 Alguien podría argüir u observar que la competencia efectiva sólo puede ser actual, nunca potencial. La observación sería inexacta. Competencia potencial no significa competencia idealmente (abstractamente) imaginable, sino previsiblemente (concretamente) realizable. La efectividad de la competencia potencial está ligada a la probabilidad de que se materialice, lo cual ha de valorarse en función de diferentes parámetros (tamaño de la compañía, planes estratégicos, sensibilidad de la información y tecnología disponibles, etc., etc.).

44 Recuérdese que el viejo art. 229 LSC se limitaba a establecer un deber de comunicación y de abstención en la votación.

45 A veces se justifica el uso privado de activos sociales aduciendo su inocuidad para la sociedad. Pero no existe tal inocuidad. El hecho de que el uso no cause daño o produzca menoscabo del activo no significa que sea inocuo, pues la sociedad deja de percibir la compensación que le corresponde como dueña del activo y que, jurídicamente, hace patente la *Eingriffskondition* (acción de enriquecimiento injusto por intromisión), el mecanismo de tutela más específico de los derechos con contenido atributivo.

46 PAZ-ARES, C.: «La anomalía de las retribuciones externas de los administradores. Hechos nuevos y reglas viejas», *Revista de Derecho Mercantil* 290 (2013), pp. 85-140.

8 · CONTEMPLACIÓN ECONÓMICA DE LA REALIDAD

La técnica seguida en la elaboración del catálogo de obligaciones y prohibiciones es la propia de las cláusulas generales de alcance intermedio, que desglosan constelaciones de casos y permiten elaborar dentro de cada una de ellas los grupos más específicos y las reglas correspondientes. El objetivo es proporcionar a jueces y aplicadores del derecho un cierto margen de holgura para que puedan ubicar la tecnología siempre renovada de la extracción de beneficios privados. Y en todo caso, debe recordarse que las prohibiciones intermedias no son exhaustivas. Siendo meramente ejemplificativas, dejan siempre abierta la puerta de las cláusulas generales matrices o superiores, a la que habrá que recurrir para combatir las prácticas redistributivas e innovaciones extractivas no reconducibles a las categorías de la experiencia pasada que a buen seguro nos reserva el futuro. En suma, se trata de compaginar la necesidad de preceptos de textura abierta, que dejen espacio para el desarrollo judicial del derecho, con la necesidad de proporcionar al aplicador del derecho un mapa que le permita orientarse dentro de este mundo proceloso e intrincado.

El lenguaje utilizado también invita a los operadores a proceder en este territorio de conformidad con la técnica de la «contemplación económica» de la realidad (*wirtschaftliche Betrachtungsweise*), similar a la desarrollada tempranamente en el ámbito del derecho fiscal. El objetivo es nuevamente el de remover los obstáculos de la cultura formalista y burocrática prevaleciente a la que ya he tenido oportunidad de hacer referencia y, a la vez, el de reducir los incentivos de los *insiders* para el empleo de estructuras creativas acomodadas a la letra de la ley, pero tal vez contrarias a su espíritu. Todo ello exigía el recurso a reglas relativamente simples. *Reglas simples para un mundo complejo*⁴⁷.

47 Así reza el título del conocido libro de EPSTEIN, R.: *Simple Rules for a Complex World*, Harvard University Press 1997. Haceremos notar que una normativa excesivamente compleja y detallada eleva los costes de observancia por la dificultad que entraña 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 a través de los cuales infiltrarse en busca de la inmunidad o impunidad (son interesantes al respecto las páginas de KAPLOW, L.: «A Model of the Optimal Complexity of Legal Rules», *Journal of Law Economics & Organization* 11 (1995), pp. 150 ss.).

La pena es que no se haya aprovechado este impulso de flexibilización para completar la definición de las prohibiciones con la previsión de cláusulas de asimilación que permitan neutralizar las estructuras de interposición y conexión de intereses y la ingeniería societaria que pueda idearse para eludirlas. Tropezamos aquí, sin embargo, con la delimitación de las personas vinculadas tasada en la ley, ante la cual la reforma se ha detenido. Huelga insistir en el carácter defectuoso de dicha delimitación. La anomalía es manifiesta: desde el momento en que el elenco del art. 231.1 LSC sólo incluye a los allegados al administrador [letras a), b) y c)] y a las sociedades controladas por este [letra d)], el precepto abre un agujero valorativamente insoportable en la definición de personas vinculadas», dejando fuera de ella tres casos particularmente relevantes o sangrantes, a saber: (i) las entidades en las que el administrador desempeña funciones ejecutivas y/o posee una participación significativa; (ii) las entidades en que los allegados al administrador desempeñan funciones ejecutivas y/o poseen una participación significativa; y (iii) los socios que hayan designado o promovido la designación del administrador (imagínese, por ejemplo, el supuesto de los directivos de la sociedad matriz nombrados administradores en la filial)⁴⁸.

En este escenario, entretanto no se produzca la modificación del art. 231 LSA, el dilema al que se enfrenta el intérprete es el de resignación *versus* superación: ¿hemos de resignarnos a aceptar la anomalía sobre la base del inequívoco carácter tasado de la delimitación⁴⁹ o, por el contrario, podemos superarla en vía hermenéutica⁵⁰? Me inclino resueltamente por esta segunda alternativa, que veo factible al amparo de una interpretación sistemática de la normativa legal y de una contemplación verdaderamente económica de la realidad. La imposibilidad de extender la noción legal de persona vinculada no es óbice, en efecto, para alcanzar los resultados buscados a través del concepto de conflicto de interés normativamente relevante, que comprende (i) tanto el conflicto por cuenta propia como el conflicto por cuenta ajena (arg. *ex art.* 228 e) LSC: v. *supra* 6.5); (ii) tanto el conflicto directo

como el conflicto indirecto (arg. *ex art.* 229.3 LSC); y (iii) tanto el conflicto descendente como el conflicto ascendente (arg. *ex art.* 529*ter*.1 h) LSC).

El argumento es relativamente simple. La tasa legal de personas vinculadas determina una presunción *iuris et de iure* de conflicto de interés, incluso aunque de hecho no exista. Imagínese, por ejemplo, que el administrador se lleve mal con su hermano o cuñado. Aun así, a pesar de no haber razón para estimar que tiene propensión o inclinación a favorecerlos, la transacción que la sociedad realice con cualquiera de ellos es formalmente una transacción vinculada y, por tanto, indefectiblemente sujeta a las reglas sobre conflictos de interés. Es cierto que fuera de la tasa legal, el conflicto de interés no se presume formal y necesariamente, pero nada obsta para que pueda presumirse empírica y eventualmente, cuando se acredite una conexión de intereses suficientemente significativa. Y esto sucede de ordinario en las tres hipótesis a que aludía antes: (i) cuando la sociedad realiza una transacción con una entidad en la que su administrador desempeña una función ejecutiva y/o posee una participación significativa la existencia de un conflicto —a mi juicio más directo que indirecto, por cuenta ajena en el primer caso y propia en el segundo— debe presumirse porque, salvo que concurren circunstancias muy especiales, la contraposición de intereses está *in re ipsa*⁵¹; (ii) cuando la sociedad realiza una transacción con una entidad en la que un allegado al administrador (en el sentido de las letras a), b) y c) del art. 231.1 LSC) desempeña una función ejecutiva y/o posee una participación significativa ha de admitirse que existe, al menos, un indicio fuerte de conflicto indirecto, sin perjuicio de que pueda ser neutralizado con prueba en contrario; y (iii) cuando la sociedad realiza una transacción con el accionista que ha procurado el nombramiento de su administrador, la existencia del conflicto ha de presumirse igualmente sobre la base de la experiencia⁵². En este caso, no se trata sólo de una conjetura subjetiva, sino de una valoración objetiva realizada por el propio legislador. Así se desprende, con escaso margen para la vacilación, del citado art. 529*ter*.1 h) LSC. Este dato positivo reviste particular interés no solo desde el punto de vista sustantivo, sino también desde el punto de vista metodológico. Sustantivamente, porque permite someter al escrutinio del

⁴⁸ La documentada SJM Madrid 30-X-2013 (AC 2013\2043) califica con razón al art. 231 LSC de «norma insuficiente en su literalidad (*minus dixit quam voluit*)».

⁴⁹ Como expresamente ha propuesto recientemente la notable SJM Oviedo 9-I-2014 (JUR 2015\102597).

⁵⁰ Según propone la antes citada SJM Madrid 30-X-2013 (AC 2013\2043).

⁵¹ Aunque no se refiera exactamente a este mismo caso, es reveladora la STS 26-XII-2012 (RJ 2013\1255).

⁵² Recuérdese la definición de conflicto de interés que ofrecimos en su momento (v. *supra* nota 30).

deber de lealtad toda la contratación vinculada o relacionada de la sociedad con accionistas significativos representados en el consejo, los denominados «conflictos ascendentes». Y metodológicamente, porque valida la tesis expuesta de que la tasa legal de personas vinculadas no «agota» la fenomenología del conflicto indirecto⁵³.

9 · IMPERATIVIDAD Y DISPENSA *AD HOC*

El último aspecto a destacar en este repaso de la tipificación de las conductas desleales versa sobre la declaración formal del carácter imperativo del régimen de responsabilidad derivado del deber de lealtad (art. 230.1 LSC). La declaración es más importante por lo que no dice (el silencio del precepto sobre el deber de diligencia deja en evidencia su carácter dispositivo) que por lo que dice. Nadie ha puesto ni pondría seriamente en duda la indisponibilidad del deber de lealtad. Ha de impedirse, en efecto, que la regulación legal sustantiva pueda ser derogada o modificada en los estatutos de la sociedad o trivializada de cualquier otra forma, y ello por dos razones fundamentales (que eventualmente juegan en escenarios alternativos). La primera se sitúa en el ámbito interno. Si los socios acuerdan eximir al administrador de sus deberes de lealtad, en la realidad —o al menos en la normalidad de los casos— le están exonerando de la responsabilidad por dolo en el cumplimiento, lo cual pugna con la idea misma de compromiso o vinculación inherente a la noción de contrato. Esta es la justificación que subyace al art. 1102 CC y, en última instancia también, al art. 1256 CC⁵⁴. La segunda razón se proyecta sobre el ámbito externo. La renuncia a la protección de la lealtad equivale —o podría equivaler bajo determinadas combinaciones— a configurar atípicamente la propiedad sobre los activos cuya gestión se confía al administrador, lo que destruye la llamada *función de categorización*, que busca establecer líneas de demarcación típicas —de ahí el principio de *numerus clausus* de derechos reales— para minimizar los costes de transacción de los terceros que se relacionan con la sociedad⁵⁵.

Pero ese principio de indisponibilidad o imperatividad ha de ser compatible, sin embargo, con un principio de dispensabilidad *ad hoc*, en cuya virtud quepa autorizar, caso por caso, las transacciones interesadas que eventualmente se presenten. Por eso hablábamos antes de prohibiciones «relativas». Es cierto que esta relatividad incrementa las dificultades de *enforcement* del deber de lealtad, pero la solución draconiana contraria puede ser más costosa, en la medida en que traba o impide operaciones potencialmente productivas para la compañía. No puede olvidarse que la contratación relacionada o vinculada puede crear valor reduciendo los costes de transacción (con frecuencia son los *insiders* los que, a causa de la información privada de que disponen y de sus menores costes de vigilancia, pueden ofrecer las mejores condiciones; a menudo también ellos son los únicos dispuestos a apoyar financieramente o de otro modo a la sociedad —el llamado *proping*—; en otras ocasiones también son ellos los que están en mejores condiciones de producir sinergias o asignar de manera más eficiente los recursos entre negocios conectados, etc.)⁵⁶.

En todo caso, para la regulación de la dispensa, el legislador ha establecido un derecho relativamente fácil de administrar y, a la vez, relativamente difícil de eludir. Tres son las reglas básicas en torno a las cuales gira el nuevo art. 230 LSC: (i) una *regla de procedimiento*, que asegura o trata de asegurar la independencia del órgano que otorga la dispensa respecto del administrador afectado; (ii) una *regla de equidad o fairness*, que trata de garantizar el carácter equitativo de la transacción, sea porque es inocua para el patrimonio social —piénsese en una oportunidad de negocio abandonada o desistida por la sociedad o en una dispensa de la obligación de no competencia basada una prognosis de beneficio esperado superior al daño anticipado⁵⁷—, sea

53 Como, en cambio, sostiene la SJM Oviedo 9-I-2014 (JUR 2015\102597).

54 Para una observación similar, v. ALFARO, J.: «La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital (XIII)», entrada en su blog *Derecho Mercantil* de 1-VII-2014.

55 Sobre este último aspecto, v. SITKOFF, R. H.: *Boston University Law Review* 91 (2011), pp. 1047-1048.

56 La literatura económica sobre estos aspectos es muy abundante. Aquí será suficiente con remitir al ya citado y reciente papel de ENRIQUES, L.: «Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)», octubre de 2014, disponible en *ssrn.com*, pp. 7-8 y 14-15, que ofrece información ulterior.

57 Ha de llamarse la atención sobre el *wording* más exigente del nuevo art. 230.3 LSC, que limita la posibilidad de dispensa al «supuesto que no quepa esperar daño para la sociedad o el que quepa esperar se vea compensado por los beneficios que prevén obtenerse de la dispensa» (la solución se inspira, sin duda, en los *Principles of Corporate Governance* del American Law Institute (St. Paul, Minn. 1994, vol. I, pp. 300-301). El precepto precisa además en su párrafo segundo que «[e]n todo

porque se concierta en condiciones de mercado; y (iii) una *regla de transparencia* (sobre esta última volveremos más adelante: v. *infra* 11.2).

La regla principal desde el punto de vista operativo es, seguramente, la regla de procedimiento. La experiencia comparada ofrece un amplio abanico de fórmulas y enseña que hay muchas posibilidades de diseño. La Comisión de Expertos, después de repasar los distintos modelos y fiel a la máxima que invita a no multiplicar la complejidad, ha estimado que la competencia para impartir la autorización debe ser atribuida a la junta general solo en los supuestos más graves. Haciendo suya la propuesta, el legislador los ha concretado en los tres siguientes: (i) cuando tenga por objeto la dispensa de la obligación de no competencia (art. 230.3 LSC); (ii) se refiera a la prohibición de retribuciones externas de administradores —al menos en la parte de la retribución que sea competencia de la asamblea⁵⁸—; o (iii) afecte a una transacción vinculada cuyo importe exceda un determinado porcentaje: el 10% del valor de los activos de la compañía (art. 230.2 II LSC)⁵⁹. En el resto de los supuestos, la ley de reforma ha admitido que la dispensa pueda ser concedida por el órgano de administración u otra instancia de la sociedad formada única y exclusivamente por administradores independientes (art. 230.2 III LSC), lo que —dicho sea de paso— no significa que sean «independientes» en el sentido de las normas sobre *reporting* de gobierno corporativo (v. art. 529 *duodecimas*.4 LSC), sino que no estén ligados o contaminados con los administradores afectados por lazos o vínculos especiales, más allá de los naturales que deriven de las relaciones de trato y colegialidad propios de la pertenencia al mismo órgano. En sociedades cotizadas normalmente será preciso, además, informe de la Comisión de Auditoría (arg. *ex art.* 529 *quaterdecimas*.4. g)

caso, a instancia de cualquier socio, la junta general resolverá sobre el cese del administrador que desarrolle actividades competitivas cuando el riesgo de perjuicio para la sociedad haya devenido relevante».

58 En mi opinión, debe entenderse que cuando se trate de la remuneración que no corresponda al cometido inherente al cargo, como sucede con la que retribuye las funciones ejecutivas de los consejeros ejecutivos, el órgano indicado para otorgar la dispensa es el consejo de administración. En este punto, el art. 230 LSC ha de someterse a la consiguiente reducción teleológica (v. PAZ-ARES, C.: *Revista de Derecho Mercantil* 290 (2013), pp. 125-126).

59 Como es natural, en el acuerdo de la junta, al administrador conflictuado, caso de ser accionista, le está vedado votar (v. art. 190.1 d) LSC).

3.º LSC) o, en su caso, de la Comisión de Nombres y Retribuciones (v. último párrafo del precepto recién citado).

10 · LOS SUJETOS DE LA LEALTAD

La *insuficiencia en la identificación de los destinatarios del deber de lealtad* es otro déficit o imperfección que ha pretendido corregir la norma nueva. Aquí era necesario extender el régimen de responsabilidad a todas aquellas personas que, aun sin ostentar la posición formal de administrador, desempeñan en la sociedad un papel de índole similar. La extensión subjetiva está más justificada incluso que la propia norma matriz, referida a los administradores formales, puesto que la mayor opacidad de la actividad que desarrollan estas personas, actuando en la sombra o en la trastienda de los órganos de decisión formales, determina una aún menor eficacia disciplinar del resto de los instrumentos de gobierno, incluidos los provistos por las fuerzas del mercado. La extensión alcanza en la reforma (i) a las personas físicas que representan a los administradores personas jurídicas (art. 236.5 LSC); (ii) al más alto directivo —el primer ejecutivo— cuando se le ha situado fuera del consejo de administración (art. 236.4 LSC); y, sobre todo, (iii) a los «administradores de hecho», que se definen con una notable amplitud.

La noción consagrada ahora por el art. 236.3 LSC engloba, en efecto, no sólo a los que tradicionalmente se reputaban como tales —es decir, a aquellas personas que en la realidad del tráfico desempeñan sin título o con un título nulo o extinguido las funciones propias de administrador—, sino también a los conocidos como «administradores ocultos», que el precepto define —bajo clara inspiración de la ley inglesa— como aquellas personas «*bajo cuyas instrucciones actúen los administradores de la sociedad*»⁶⁰. El hecho de que un sector de la doctrina y la jurisprudencia ya hubiese abierto la espita a la equiparación de ambas figuras —el administrador oculto y el administrador de hecho en sentido

60 Es de observar que, en realidad, para que pueda calificarse de administrador de hecho al administrador oculto se requiere una nota de habitualidad. La definición legal debe leerse —como figuraba en la propuesta de la Comisión de Expertos— referida a aquellas personas «*bajo cuyas instrucciones estén acostumbrados a actuar los administradores*». No se trata, por tanto, de una actuación ocasional, sino de un actuar continuado y revestido de cierta dosis de generalidad.

estricto⁶¹— no resta importancia al paso dado por el legislador. A nuestro modo de ver, la formulación expresa de la equiparación constituye una novedad de la mayor trascendencia para avanzar en la construcción de un derecho de sociedades verdaderamente reflexivo, parte fundamental del cual estriba en la extensión de los deberes fiduciarios de los administradores a los accionistas de control activos⁶². La razón que justifica la extensión se comprende sin esfuerzo: si prácticamente actúan como administradores, normativamente deben responder como administradores, sobre todo en el terreno de la deslealtad. No hace falta añadir que este punto resulta especialmente importante en nuestro mercado, caracterizado por estructuras de propiedad concentradas. En ellas, como es sabido, el problema de agencia fundamental no es el vertical (entre administradores y accionistas), sino el horizontal (entre mayoría —los titulares del control— y minoría).

11 · LA CUESTIÓN DEL ENFORCEMENT

Vayamos ahora con *las insuficiencias de los cauces previstos para exigir la responsabilidad*. Si examinamos la experiencia jurisprudencial de nuestro país e incluso la de otros vecinos en la escena europea, observamos una escasísima litigiosidad en materia de responsabilidad por infracción del deber de lealtad. Se cuentan con los dedos de una mano los casos que registran los repertorios de jurisprudencia, los cuales, sin embargo, están repletos 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 pueda adoptarse, la convierte en un mero «tigre de papel»⁶³. Le resta

desde luego eficacia preventiva, pero también eficacia orientativa al impedir que la jurisprudencia vaya completando y adaptando las siempre insuficientes indicaciones legislativas. Como he insinuado ya, la pobreza y debilidad que exhiben nuestros sistemas jurídicos en este campo se deben en buena parte a la falta de oportunidades de que han dispuesto los jueces para crear un *stock* de precedentes y orientaciones en materia de responsabilidad por violación del deber de lealtad. Consiguientemente, tanto desde el punto de vista de la eficacia disuasoria, como desde el punto de vista de la creación de capital jurisprudencial que provea información jurídica de calidad e impulse el progreso del derecho en esta materia —se trata siempre de rebajar aquella excesiva tasa del 18'5% a la que me refería al comienzo de la exposición—, parece oportuno remover los obstáculos que hoy en día impiden o retardan la litigación. Esos obstáculos tienen su origen en diversas circunstancias, de las que ahora destaco tres: (i) las elevadas exigencias de legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad; (ii) la relativa opacidad de las situaciones conflictivas; y (iii) las dificultades de prueba que ha de abordar el accionista. A continuación se ofrece una breve aproximación a cada una de ellas.

11.1 · La extrema dificultad con que se encuentran los accionistas para hacer efectiva la responsabilidad de los administradores deriva de los enojosos trámites y la elevada participación en el capital a que supeditan nuestras leyes **la legitimación para proceder judicialmente en materia de responsabilidad de los administradores**⁶⁴. El accionista o accionistas que deseen litigar tienen que obtener primero una resolución de la junta general dene-

61 V. PAZ-ARES, C.: *Responsabilidad de los administradores*, pp. 42-45 con algunas indicaciones suplementarias.

62 El caso de los accionistas de control activos no agota ciertamente la fenomenología del administrador oculto, pero representa sin duda el núcleo o meollo. La crisis ha puesto de manifiesto el recurso frecuente a la nueva figura con el fin de encuadrar dentro de ella a entidades financieras que se reservan en sus contratos de financiación o refinanciación ciertos poderes de decisión sobre actos de gestión de la compañía financiada. El encuadramiento o subsunción en estos escenarios ha de operarse, sin embargo, con un grano de sal (parece acertada a este respecto la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 5 de Madrid de 4-VI-2014).

63 La expresión «*juristische Papiertiger*» la tomo de MERTENS, H. J.: «Organhaftung», en FEDDERSEN, D., HOMMELHOFF, P. y SCHNEIDER, U. H. (Hrsg.), *Corporate Governance*, Köln 1986,

p. 157, que en su momento la empleó para caracterizar la normativa alemana tradicional sobre responsabilidad de administradores (hoy reformada), muy similar a la nuestra previgente.

64 Dejamos de lado el problema de las costas, que merecería un tratamiento especial al objeto de reforzar los pobres incentivos para litigar que se presentan en escenarios con externalidades positivas elevadas. Teniendo en cuenta que el litigante obra no sólo en beneficio propio, sino en el de todos los accionistas, el problema de acción colectiva se exacerba y sólo puede combatirse con una regla de costas generosa, que no es ciertamente la prevista en el art. 239.2 LSC. Nuestra propuesta es que las costas se impusieran siempre a la sociedad, supuesto que previamente se hubiese previsto un trámite judicial de admisión de la demanda con audiencia de la sociedad que habilite al juez a rechazar *in limine* aquellas pretensiones que no gocen de un *fumus boni iuris* o en las que la sociedad demuestre que los intereses perseguidos por los litigantes son espurios (las razones que justifican esta solución se ofrecen en PAZ-ARES, C.: *Responsabilidad de los administradores*, pp. 56-57 y nota 60.

gando el ejercicio de la acción por la sociedad⁶⁵ y, en todo caso, poseer al menos —y nada menos— que un 5% del capital (v. art. 239 LSC). Tratándose de sociedades cotizadas, nos hallamos siempre o casi siempre ante barreras prácticamente infranqueables. El prototipo del accionista minoritario de esta clase de sociedades no posee jamás un paquete de ese porte, si lo poseyera probablemente estaría sentado en la mesa del consejo. La credibilidad del sistema de responsabilidad de los administradores hacía imperativo, por tanto, un cambio en el escenario, y así lo apuntó en su momento el *Informe Aldama*. Para «incrementar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad» es necesario —decía— «facilita[r] los procedimientos y requisitos de exigencia de esta responsabilidad por parte de los accionistas».

No estoy seguro, sin embargo, de que la reforma arroje en este ámbito un balance satisfactorio. En mi opinión, no ha avanzado todo lo que era necesario. La solución que ofrece es tibia o tímida. Ha acertado al prescindir de la exigencia de celebrar una junta para interponer la acción de responsabilidad por infracción del deber de lealtad (art. 239.1 II LSC), pero se ha equivocado al no rebajar suficientemente el umbral de legitimación preciso para ello. Es cierto que en esta materia la reforma debía acometerse con tiento, no fuera a ser que el remedio resultase peor que la enfermedad. El dilema al que nos enfrentamos en estos casos no es discreto —«todo o nada»—, sino gradual. Las «soluciones-esquina», como tantas veces ocurre en la experiencia jurídica, no son óptimas. En particular, debe huirse de una fórmula a la americana, que legitima a *cualquier accionista* (aunque sólo tenga una acción) para entablar la acción social de responsabilidad por *cualquier causa* (aunque sea por infracción del deber de diligencia). Los riesgos de una fórmula de este tipo son muy elevados desde el momento en que abre enteramente las puertas a la litigación frívola, infundada o directamente abusiva, que tan perturbadora puede resultar para la vida corporativa. Hay que encontrar una solución intermedia y ponderada que logre el debido *trade-off* entre los costes de la litigación estratégica y los beneficios de la litigación justificada. Nuestra conjetura es que una solución de esa naturaleza pasa por ampliar más decididamente la legitimación —en línea, al menos, con la prevista

en la propia ley para la impugnación de los acuerdos sociales: 1% en las sociedades ordinarias y 0.1% en las cotizadas (v. arts. 206.1 I y 495.2 b) LSC)⁶⁶. Pero esto no es lo que ha hecho la reforma en materia de responsabilidad. La legitimación sigue asociándose a la titularidad de un 5% del capital en las sociedades anónimas ordinarias, aunque experimenta una pequeña rebaja —al 3%— en las sociedades cotizadas (v. art. 239.1 LSC en relación con los arts. 168 y 495.2 a) LSC).

11.2 • La otra pieza a la que debo aludir es la **obligación de transparencia integral sobre las transacciones «interesadas»**. Ciertamente, los deberes de información tienen un alcance o, si se prefiere, un cometido normativo que excede el de facilitar la exigencia de responsabilidad. No obstante, me refiero a ellos en este contexto por entender que constituyen un instrumento fundamental para que los accionistas puedan hacerse activos judicialmente en el campo de la deslealtad. Hay que remover la opacidad que tradicionalmente ha rodeado las operaciones que plantean un conflicto de interés, debiendo recordarse a tal efecto: (i) que la publicidad de dichas operaciones ofrece a los accionistas la información que eventualmente pueden necesitar para litigar las violaciones del deber de lealtad⁶⁷; (ii) que el simple hecho de tener que hacerlas públicas impedirá, sin más, que se realicen algunas transacciones interesadas y determinará que las que se realicen sean, en promedio, más equitativas para los accionistas minoritarios; y (iii) que, mediando una obligación de transparencia, si una transacción interesada se oculta y más tarde es descubierta, será mucho más fácil exigir responsabilidades.

Es cierto que nuestra legislación ya había dado pasos importantes para articular un mecanismo escalonado de transparencia de modo que la información vaya diseminándose progresivamente. Recordemos que ya están previstas (i) una obliga-

⁶⁵ O lo que es lo mismo, acreditar la negativa de los administradores a convocar la junta solicitada a tal fin o a iniciar las acciones acordadas por la junta en el plazo de un mes.

⁶⁶ Discuto otras posibilidades tal vez más apropiadas en PAZ-ARES, C.: *Responsabilidad de los administradores*, pp. 55-56.

⁶⁷ La experiencia demuestra, en efecto, que en innumerables ocasiones los accionistas que litigan infracciones del deber de lealtad (sea mediante acciones de impugnación de acuerdos o de exigencia de responsabilidad a los administradores) cobran conciencia de las conductas ilícitas o buscan apoyo para probarlas judicialmente en la información que proporcionan las cuentas anuales (son ilustrativos los hechos de, por ejemplo, la SAP Barcelona 1-X-2014, JUR 2014\283569 o la SAP Madrid 14-IX-2014, JUR 2014\292788).

ción al administrador de comunicar al consejo de administración o, en su caso, a la junta la transacción interesada que él o una persona vinculada proyecte realizar con la compañía (la comunicación normalmente debe entenderse como una solicitud de autorización) (art. 229.3 I LSC); (ii) una obligación al consejo de comunicarla al auditor externo, al comité de auditoría o de nombramientos y, en su caso, si reúne los requisitos del «hecho relevante», al regulador y los mercados; y (iii) una obligación al consejo de consignar la información correspondiente, con el debido detalle, en la memoria anual (y también en la información periódica en el caso de las sociedades cotizadas), al objeto de que los accionistas reciban noticia suficiente sobre el «tráfico peligroso» (art. 229.3 II LSC). La comunicación debe estar seguida de la verificación por los auditores externos, y aquí todavía queda algún camino por andar. El primer paso es que estos fiscalicen si efectivamente se han reflejado en la memoria todas las operaciones autorizadas; el segundo, que reporten a los accionistas sobre ellas; y el tercero —por el que aún habrá que esperar—, que investiguen si se han realizado operaciones no comunicadas ni autorizadas y valoren su razonabilidad. Como sugirió en su momento el profesor Bernard Black,

«Los auditores externos de la sociedad deberían revisar anualmente toda operación vinculada que no sea insignificante y facilitar a los accionistas un informe identificando toda operación significativa y confirmando que, según su leal saber y entender, todas las operaciones que tengan que someterse a la aprobación por los administradores no interesados de la sociedad y por los accionistas no interesados de la sociedad, han sido aprobados de este modo. De ser posible, los auditores externos deberían informar además sobre si, a su juicio, las operaciones vinculadas no insignificantes se hicieron en términos equitativos y de mercado (*on arm's length terms*). A efectos prácticos, un requisito así aseguraría que los auditores fueran consultados antes de la conclusión de la operación, para cerciorarse [los administradores] de que estuvieran satisfechos con sus condiciones. Ello proporcionaría un control adicional sobre el carácter equitativo de las operaciones»⁶⁸.

11.3 • La última pieza relevante para facilitar el *enforcement* del deber de lealtad es la relativa a **la carga de la prueba**. Si una transacción interesada está saneada por la autorización del órgano competente para ello —el consejo o, en su caso, la junta (v. *supra* 9)— debe entenderse que ya no estamos ante una transacción sospechosa sujeta al escrutinio severo del deber de lealtad, sino al más benigno del deber de diligencia, aunque ciertamente en este caso la decisión no goza de la protección privilegiada que confiere la *business judgment rule*, según se desprende del art. 226.2 LSC⁶⁹. La prueba de que en tales hipótesis los términos de la operación no son justos o equitativos para la sociedad corresponderá al demandante según los postulados de la *Normentheorie*, que atribuye a cada parte la carga de la prueba de los presupuestos de aplicación de la norma que le resulta favorable. A ella obedece la regla que recogía el venerable art. 1214 CC, ahora alojada en el art. 217.2 LEC: *ei incumbit probatio qui dicit, non qui negat*.

Ahora bien, cuando la transacción sospechosa no está saneada por el correspondiente procedimiento de autorización, debe entenderse que la sospecha

Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea», *Journal of Corporation Law*, 26 (2001), p. 600. También puede resultar interesante la experiencia francesa a que se refiere el estudio de BENNOURI, M., NEKHILI, M. y TOURON, Ph.: «Does Auditors' Reputation Discourage Related-Party Transactions? The French Case», enero de 2014, disponible en ssrn.com, comentado —en una versión anterior— por J. Alfaro en la entrada de su blog *Derecho Mercantil* de 9-VI-2013 bajo el título «Calidad de la auditoría externa, reputación del auditor y transacciones vinculadas». O la reciente propuesta de la Comisión Europea para la mejora del gobierno corporativo consistente en que las transacciones con partes vinculadas que superen un determinado umbral de valor —más del 1% de los activos de la sociedad— se anuncien públicamente acompañadas de un informe de un experto independiente sobre su *fairness*.

⁶⁹ La razón por la que el legislador ha sustraído este caso a la protección privilegiada de la discrecionalidad empresarial prevista en el art. 226.1 LSC descansa seguramente en la valoración, empíricamente justificada, de que los lazos de amistad y colegialidad que normalmente median entre los miembros del consejo pueden introducir sesgos en las decisiones incluso de personas honestas y/o generar el riesgo de que se estructuren dinámicas guiadas por la norma de reciprocidad (*«hoy por ti, mañana por mí»*) e incluso *back-scratching arrangements*. Todos estos supuestos responden al paradigma del *sesgo estructural* y reflejan la existencia de un test intermedio de control entre el más benigno de la diligencia y el más riguroso de la lealtad. El «sesgo estructural» da lugar a una forma de conflicto distinta del conflicto de interés propio o específico del derecho de la deslealtad corporativa. Se refiere generalmente al prejuicio que los miembros del consejo pueden tener a favor de sus colegas derivados de su propio proceso de selección y socialización, del vínculo cultural común, etc.

⁶⁸ BLACK, B., BARRY, M., O'BRIEN, T. J. y MOOSHIN, Y.: «Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness (Final Report and Legal Reform

subsiste o persiste *in re ipsa*. Y siendo así, no quedará más remedio que imponer la carga de la prueba al administrador. A éste incumbirá deshacer la apariencia creada por el conflicto de interés y demostrar cumplidamente la razonabilidad de la transacción, tanto en el aspecto procesal (cómo se ha llevado a cabo la negociación y estructuración), como en el material (precio y demás condiciones): *fair dealing* y *fair pricing*. Si no lo hace cumplidamente —es decir, rotundamente—, deberá presumirse que ha infringido el deber de lealtad (art. 217.2 LEC). El objetivo no es tanto contrarrestar la posición informativamente asimétrica en que se encuentra el accionista cuanto la de reflejar en la propia norma probatoria el carácter potencialmente peligroso de dichas transacciones y elevar así la eficacia preventiva de la responsabilidad de los administradores para que episodios como el relatado en el caso *Equitek* no se prodiguen (v. *supra* 3). El conocido *entire fairness test* de la jurisprudencia americana no es más que un precipitado de todo esto.

De iure condendo propusimos en su momento la incorporación a la ley de una regla expresa del siguiente o parecido tenor: «en caso de duda acerca del cumplimiento del deber de lealtad, la carga de la prueba corresponde al administrador»⁷⁰. Hoy estimamos que, en rigor, no es necesaria. Se infiere —como diría un escolástico— de la propia «naturalidad de las cosas». La sospecha es, en efecto, inherente al conflicto de interés. En todo caso, si se estimara necesario un fundamento positivo para la inversión del *onus probandi*, este podría encontrarse en la aplicación analógica de la regla prevista en el art. 190.3 LSC para los conflictos de interés en la junta, con arreglo a la cual, en tales casos, «corresponderá [...] al socio o socios afectados por el conflicto la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social».

70 V. PAZ-ARES, C.: *Responsabilidad de los administradores*, pp. 87-88. Para un análisis más detenido del fundamento económico de esta propuesta, v. COOTER, R. y FREEDMAN, B. J.: «The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences», *New York University Law Review* 66 (1991), pp. 1055-1056 y 1069-1071; v. también, HAY, B. L. y SPIER, K. E.: «Burdens of Proof in Civil Litigation: An Economic Perspective», *Journal of Legal Studies* 26 (1997), pp. 413 ss. La regla en cuestión reproduce casi *ad pedem litterae* el inciso final del art. 77 de la LOPTV argentina, tal y como quedó redactado a raíz de la reforma de 2001. La norma argentina, por su parte, replica en el ámbito de la deslealtad la norma establecida con carácter general, incluyendo por ende los casos de negligencia, por el § 93 (2) de la *Aktiengesetz* alemana.

12 · EL PRECIO DE LA DESLEALTAD

Por último, he de referirme a las *insuficiencias sancionatorias*. La política de rigor o severidad en el tratamiento de la deslealtad corporativa que ha guiado el trabajo de la Comisión de Expertos y luego ha hecho suya el legislador obligaba también a meter el bisturí en este plano de la normativa relativa al deber de lealtad agravando las sanciones civiles previstas en nuestras leyes, que tradicionalmente se han limitado a establecer la obligación de reparar los daños. La lógica de esta pieza en la arquitectura de la nueva regulación se descubre con facilidad desde la óptica de la teoría económica de las sanciones, que —en síntesis extrema— se asienta sobre la relación inversa entre probabilidad de detección y magnitud de la sanción, a efectos de lograr la disuasión o prevención óptima. Bajo esta perspectiva y partiendo de la premisa indiscutible de que de ordinario las contravenciones del deber de lealtad se efectúan de manera discreta y por medio de estructuras creativas dotadas de un propósito empresarial plausible («*mixed purposes*»), se comprende sin esfuerzo que el potencial preventivo de la amenaza de tener que abonar solamente los daños infligidos a la sociedad puede ser insuficiente, máxime si se incorpora al cálculo la dificultad de probarlos y cuantificarlos. Por ello, con el fin de compensar la menor probabilidad de detección de los casos de *misappropriation*, resultaba conveniente elevar el volumen de la sanción. La vía seguida ha consistido en obligar al administrador responsable no sólo a reparar el daño causado, sino también a devolver el beneficio que le haya procurado la violación de su deber de lealtad (art. 227.2 LSC). De este modo —sumando la restitución del lucro propio a la indemnización del daño ajeno—, se logra, en efecto, el fin deseado, que es elevar el precio de la deslealtad⁷¹.

71 Este es un lugar común en la literatura especializada: v. la excelente síntesis de SITKOFF, R. H.: *Boston University Law Review* 91 (2011), pp. 1048-1049. Conviene observar, por otro lado, que en el cálculo del daño no se resta el lucro. Y añadir además que, en nuestro derecho, no opera el principio *compensatio lucri cum damno*, según se desprende del art. 1686 CC (v. PAZ-ARES, C.: «Comentario del art. 1686», en PAZ-ARES, C., Díez-Picazo, L., Bercovit, R. y Salvador, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, vol. II, Madrid 1991, pp. 1427-1428 y PANTALEÓN, F.: «Comentario art. 1902», dentro de la misma obra, pp. 1989-1990). En otros casos, podremos llegar a soluciones igualmente disuasorias para el administrador desleal a través de la doctrina de la restitución en casos de contratos con causa ilícita. Si el administrador ha vendido un bien de la sociedad a su hermana o a su cuñado por un precio irrisorio, estos —cuya

A decir verdad, resulta extraño que nuestra legislación tradicional de sociedades anónimas y, en general, la de los ordenamientos de nuestro entorno continental no hayan reparado en esta exigencia, que dicta el sentido o la intuición común. El *Informe Aldama* ya se había hecho eco de ello de manera elocuente:

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

La explicación de la anomalía ha de buscarse, una vez más, en el diseño del entero régimen de responsabilidad de los administradores sobre el modelo o patrón de las faltas de negligencia⁷². No se diga por ello —como he oído decir a algún comentarista— que la anomalía está en la previsión de devolución del lucro que ahora incorpora la reforma. No se trata de ninguna importación de una institución anglosajona —el llamado *disgorgement*— alejada o extraña a nuestra tradición continental. Siempre he pensado que, a pesar del clamoroso silencio de la legislación sobre sociedades de capital, nuestros sistemas de derecho privado ofrecen base más que suficiente para extender el aparato sancionatorio de la doctrina del enriquecimiento injusto a las hipótesis que nos ocupan. Desde luego, la extensión se revela francamente hacedera en el derecho español,

como viene poniendo de relieve la doctrina especializada, cuyos esfuerzos durante estos últimos años se han dirigido a buscar las vías para obligar al administrador infiel a repatriar a la sociedad el beneficio que haya podido conseguir mediante la violación de sus deberes de lealtad. Desde el punto de vista jurídico-positivo, el camino se ha encontrado a través de la aplicación analógica a todas las violaciones del deber de lealtad (operaciones vinculadas, oportunidades de negocios, *insider trading*, etc.) de las reglas contenidas en los arts. 1683 CC y 136 C de C, que disponen la restitución del lucro en el caso de violación por el socio de su obligación de no competencia, una obligación que, como es bien sabido —y ahora hace explícito el art. 229 LSC—, tiene su norma matriz en el deber general de fidelidad⁷³.

El fundamento dogmático se halla en la propia naturaleza gestoria de la relación que une al administrador con la sociedad y, en definitiva, en la doctrina del mandato (a este propósito se revelan especialmente significativos los arts. 1720 CC y 135 C de C). Contra lo que a menudo se piensa, debe aclararse que lo que se recibe en virtud del mandato y no es debido al mandante incluye tanto los pagos de lo indebido realizados por el tercero al mandatario (que han de ser traspasados al mandante porque la acción de restitución del tercero la ostenta frente a él en virtud del efecto representativo directo indirecto del mandato) como las ventajas indebidamente percibidas en el curso de la realización del encargo. Ambos aspectos van unidos y pueden explicarse por la misma idea discursiva del *single owner*, que es una manera de pensar el resultado de los arreglos negociales entre personas separadas en un mundo con costes de transacción cero y, por tanto, de argumentar o justificar las reglas jurídicas que deben estructurar esas relaciones en el mundo real al objeto de maximizar los resultados de la cooperación⁷⁴. Pues bien, en nuestro caso, este experimento mental exige eliminar de la ecuación al mandatario e imaginar que mandante y mandatario son, en realidad, una misma persona, el principal: «*Lorsqu'il exécute son mandat, le mandataire*

mala fe y torpeza puede presumirse fácilmente— quedarán obligados a restituir a la sociedad el bien —o su valor tasado o realizado o el crédito que por ese motivo tengan contra un tercero (art. 1186 CC)—, pero la sociedad no tendrá que devolverles el precio recibido (art. 1305 CC).

⁷² Es revelador también a este respecto el caso *Equitek* referido en su momento (v. *supra* 3). Los socios demandantes reclaman al administrador desleal que devuelva a la sociedad las remuneraciones recibidas de *Agora* por la prestación de los servicios que habría prestado la sociedad si no hubiera rescindido el contrato. El Tribunal Supremo estima, como hemos visto, que no procede la responsabilidad del demandado porque no está probado que haya actuado desleal y maliciosamente. No obstante, precisa que, incluso aunque fuese así, no procedería la devolución del lucro obtenido. La sociedad —señala claramente— sólo puede reclamar la reparación del perjuicio sufrido y el beneficio obtenido por el administrador no puede «considerarse correlativo» a él (STS 16-VI-1992, RJ 1992/5315).

⁷³ V., en la literatura más reciente, v. RIBAS FERRER, V.: *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, Madrid 2010, pp. 695 ss. e *ibi* más indicaciones doctrinales.

⁷⁴ Es referencia inexcusable en este punto el trabajo de EPSTEIN, R. A.: «Holdouts, Externalities, and the Single Owner: One More Salute to Ronald Coase», *Journal of Law & Economics* 36 (1993), pp. 553 ss., esp. 556-557.

re est le mandant », decía un civilista clásico⁷⁵. Y si se hace así, resulta claro que el agente tiene que restituir al principal —en nuestro caso, a la sociedad— todo el provecho que haya obtenido, lícita o ilícitamente, en el curso de la realización del mandato. La idea se aprecia intuitivamente en el caso de que el administrador se haya aprovechado de una oportunidad de negocio de la sociedad o haya percibido ventajas patrimoniales de un tercero asociadas al desempeño de su cargo, pero vale para toda la tipología de la deslealtad. Por todo ello, difícilmente puede sostenerse que la devolución del enriquecimiento a consecuencia de la violación de los deberes de lealtad es «una planta exótica que no puede florecer en el suelo patrio»⁷⁶.

Finalmente, no hace falta decir que, al lado las sanciones propias del sistema de responsabilidad a que acabo de hacer referencia, subsisten los remedios generales contra los actos desleales que procedan en cada caso: (i) acciones de impugnación, dirigidas a obtener la anulación de un acuerdo del consejo o, en su caso, de la junta general que contradiga los deberes de lealtad de los administradores o accionistas de referencia (normalmente habrá de instrumentarse a través del concepto de infracción del «interés social», cuya fenomenología extiende ahora la reforma a la lesión injustificada del interés del accionista minoritario: v. art. 204.1 II LSC)⁷⁷; (ii) acciones de nulidad, encaminadas a obtener la anulación de concretos negocios o contratos que hayan sido celebrados contraviniendo las reglas derivadas del deber de lealtad; y (iii) acciones de cesación y remoción, cuya finalidad es obtener del Juez una resolución que ordene el cese de actividades prohibidas por el deber de lealtad —por ejemplo, una actividad competitiva— o la remoción de los efectos causados por ellas (art. 1098 CC *in fine*). Esto, que parece de cajón, no siempre se ha admitido en nuestra experiencia jurídica⁷⁸. Por ello ha

de saludarse positivamente la inclusión en la reforma del nuevo art. 232 LSC, una suerte de recordatorio para desmemoriados.

La procedencia de estas acciones es indiscutible. Cuestión distinta es cómo deben coordinarse sus presupuestos sustantivos y procesales con las acciones más genuinamente societarias. La complejidad que reviste el tema me impide tratarlo de manera mínimamente completa. No estará de más, sin embargo, plantear una distinción entre infracciones del deber de lealtad meramente tipológicas (por ejemplo, aquellas derivadas de operaciones que no siguieron los cauces procedimentales previstos para su aprobación) e infracciones del deber de lealtad sustantivas, cuya ilicitud se irradia a la causa del contrato. En las primeras, entiendo que los remedios generales no pueden ser ejercitados al margen de los requisitos de legitimación y plazo que marca la legislación societaria (por ejemplo, puede instarse la anulación del contrato junto a la exigencia de responsabilidad de los administradores en el bien entendido de que la anulación de la operación con el propio administrador o persona vinculada constituye una vía de resarcimiento *in natura*).

En las segundas, en cambio, los remedios generales pueden hacerse valer autónomamente, lo que determina la posibilidad de que una operación —imagine el caso grueso o burdo de la venta del principal activo social a una sociedad perteneciente a los propios los administradores a cambio de un precio ridículo ilustrado por la sentencia que inmediatamente citaré— pueda ser anulada por un socio minoritario, aunque no esté legitimado para impugnar el acuerdo o para exigir responsabilidad de los administradores. El fundamento último de todo ello radica en el reconocimiento general de legitimación para entablar la acción de nulidad por causa ilícita a cualquier tercero que tenga un interés legítimo, y es obvio que el socio lo tiene, como certeramente ha establecido la reciente STS 8-IV-2013 (RJ 2013\4597): «Este interés jurídico de la socia demandante no se agota en la legitimación para una eventual acción de responsabilidad contra la administradora por el perjuicio causado a la sociedad [...],

75 DE PAGE, H.: *Traité élémentaire de droit civil belge*, vol. V, Bruxelles 1952, p. 416.

76 Para una mayor elaboración de estas ideas, v. PAZ-ARES, C.: *Revista de Derecho Mercantil* 290 (2013), pp. 103 ss.

77 También caben, como es natural, otras acciones societarias cuando estén específicamente previstas en la ley o los estatutos: por ejemplo, la exclusión como socio del administrador que haya infringido su obligación de no competencia (v. art. 350 LSC).

78 La tesis tradicional de la jurisprudencia sostenía más bien lo contrario, a saber: que los socios no pueden utilizar los remedios *generales* del derecho de obligaciones para instar la nulidad de un contrato celebrado en violación del deber de lealtad o para solicitar la cesación de un comportamiento desleal, todo

ello bajo el entendimiento de los socios sólo tienen a su disposición los *remedios especiales* del derecho de sociedades (básicamente, impugnación de acuerdos y exigencia de responsabilidad a los administradores), sujetos a sus requisitos específicos de plazo y legitimación, entre otros. Son representativas en esta dirección las STS 5-XI-1997 (RJ 1997\7933) y STS 21-XI-1997 (RJ 1997\8095); v. también STSJ Navarra 16-III-2000 (RJ 2000\6114) y STSJ Navarra 19-II-2003 (RJ 2003\4446).

sino que alcanza también a la acción de nulidad por inexistencia de causa o ilicitud del negocio». La doctrina de esta sentencia y el cambio de orientación de la jurisprudencia que supuso resultaron confirmados, semanas antes de ser asumidos en la ley de reforma, por la STS 23-IX-2014 (RJ 2014\5044).

13 · CONSIDERACIÓN FINAL

Termino. «Si la honestidad no fuera un deber, sería un cálculo», decía Emilia Pardo Bazán por boca de un personaje de los *Cuentos de Marineda*. Pues bien, la

misma lección o conclusión saco yo de estas reflexiones que he compartido esta tarde con vosotros: si la lealtad no fuera un deber, sería, en efecto, un cálculo; un cálculo —añadiría— puramente capitalista para incrementar el retorno de la inversión. Los propios *insiders* como categoría resultarían también beneficiados de su más eficaz implantación y *enforcement* al ver incrementado el valor de mercado de sus participaciones y rebajado el coste de capital de sus empresas. Y es que cualquier reducción de ese casi obscuro descuento del 18'5% con que cotizan en nuestros mercados las acciones sería una magnífica noticia para todos⁷⁹.

⁷⁹ Si este resultado se alcanza en alguna medida, la ley habrá servido para mitigar o moderar los efectos perversos de la acción colectiva que tan eficazmente ejemplifica el dilema del prisionero. Colectivamente a todos interesa que el mercado en su conjunto se someta a mayor disciplina (de ese modo se incrementa la valoración de todas las acciones que cotizan en él). Individualmente, sin embargo cada uno puede sentir la tentación de sustraerse a la disciplina, pues actuando así captura todo el beneficio de su acción y externaliza el coste, casi todo el coste. La ley puede cumplir una vez el papel de coordinar la racionalidad individual y la racionalidad colectiva (para proseguir esta reflexión, en términos ciertamente poco optimistas, v. el ya citado trabajo de ENRIQUES, L.: «Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)», octubre de 2014, disponible en ssrn.com). Mi mayor confianza o esperanza tal vez se deba a una disposición de la voluntad más que de la inteligencia. Soy de los piensan que «*el optimismo es una obligación moral*» (Axel Honneth).