

CAPÍTULO 10

# La estructura del Órgano de Administración y el Estatuto del Administrador en las Sociedades Cotizadas Iberoamericanas

---

Pedro Portellano  
*Abogado. Garrigues*

Fernando Vives  
*Abogado. Garrigues*

1. INTRODUCCIÓN
2. LA RAÍZ DEL PROBLEMA DEL GOBIERNO CORPORATIVO
3. LA COMPOSICIÓN DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN: LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES
4. LAS RELACIONES ENTRE EL PRESIDENTE DEL CONSEJO ("CHAIR OF BOARD") Y EL PRIMER EJECUTIVO ("CHIEF EXECUTIVE OFFICER" O "CEO")
5. CONFLICTOS DE INTERÉS
6. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD DE ADMINISTRADORES
7. CONCLUSIONES



## ■ 1. INTRODUCCIÓN

Una exposición sobre el órgano de administración en las sociedades cotizadas iberoamericanas se enfrenta con dos importantes escollos: la diversidad y el distinto grado de evolución. En efecto, la primera dificultad radica en el elevado número de Estados que integran Iberoamérica, cada uno de ellos con su respectiva regulación legal. Si tuviéramos que hacer mención detallada a la de cada uno de esos países, correríamos el riesgo de quedarnos en la superficie de la materia. Para apreciar los problemas (y soluciones) relativos al órgano de administración, resulta innecesario, y hasta contraproducente, la cita de decenas e incluso centenares de preceptos legales. Los árboles (la cita del contenido de los preceptos legales) nos impediría ver el bosque (los verdaderos problemas).

El segundo obstáculo, íntimamente conectado con el anterior, se halla en la distinta evolución legislativa. Expresado en otros términos, no todos afrontan en igual medida los problemas que modernamente aquejan a las sociedades cotizadas y, en particular, a su órgano de administración. Todo ello sin perjuicio de que, por las razones que luego se verán, puede apuntarse que se vislumbra una forma convergente de identificar y resolver las cuestiones relativas el órgano de administración.

Puesto que diversidad y distinto grado de evolución impiden, y al mismo tiempo aconsejan, una descripción pormenorizada de la situación legal en cada uno de los países iberoamericanos, no queda más remedio que buscar un hilo conductor común. Y ese hilo ha de ser la moderna concepción que hoy en día se tiene del órgano de administración de las sociedades cotizadas. Esa moderna concepción parte de un diagnóstico que cabe (seguramente) predicar de cualquier sociedad cotizada, con (relativa) independencia de la jurisdicción en la que se halle localizada. En efecto, en materia de Derecho Privado, la "nacionalidad" tiene una importancia accesorias. Si, por ejemplo, miramos al contrato más prototípico, el de compraventa, con los mismos problemas económicos y jurídicos se enfrentan un comprador y un vendedor en Montevideo, México D.C. o Lisboa: asimetrías informativas, identificación y reparto de riesgos, fijación de precio, en fin, los llamados costes de transacción. Y lo mismo sucede con el contrato de sociedad, que es el que da lugar a la sociedad como ente con personalidad jurídica distinta de la de sus socios. Tiempo habrá de determinar cuáles son las coordenadas jurídicas y económicas en las que se mueven los socios (y las sociedades). Ahora lo que importa destacar es que gracias ese carácter ecuménico de las transacciones de Derecho Privado (y, desde luego, el Derecho de Sociedades forma parte de él) las ideas fluyen de un país a otro con inmensa facilidad. Eso explica, por ejemplo, que tantos trabajos estadounidenses en materia de Derecho de Sociedad no hayan limitado su influencia a los Estados Unidos, sino que, por el contrario, su influjo ya se ha irradiado a Europa y a toda América.

Además, otras dos circunstancias militan a favor de nuestro planteamiento. En primer lugar, la visión *darwiniana* que tenemos de las reglas jurídicas en materia de Derecho Privado. Cuando una regla identifica bien un problema y da una solución adecuada en términos de eficiencia, siempre que haya una buena transmisión de información, dicha regla acabará imponiéndose sobre reglas menos perfeccionadas<sup>1</sup>. Naturalmente ello supone aceptar el planteamiento epistemológico *popperiano* en materia de Ciencias Sociales: algo es verdad hasta que queda refutada —total o parcialmente— con nuevos argumentos a la luz de los cuales surge una nueva verdad (nunca una total certeza), que a su vez, tarde o temprano, será refutada<sup>2</sup>. Y ello, en nuestro caso, se traduce en que una regla jurídica se admite como adecuada hasta que su planteamiento o contenidos quedan refutados y, en consecuencia, procede sustituir o modificar dicha regla jurídica.

En segundo lugar, la existencia de inversores institucionales foráneos (estadounidenses, europeos y asiáticos) provoca que las sociedades cotizadas iberoamericanas se vean abocadas a introducir reglas internas o conductas en el funcionamiento del órgano de administración para, si no adecuarse, sí al menos intentar acercarse a las llamadas "*best practices*". Aquellos inversores institucionales solo sentirán que sus inversiones están bien gestionadas si el órgano de administración responde a ciertos estándares. Cuanto menos se cumplan esos estándares, más difícil le resultará a la sociedad atraer a esos inversores institucionales. Y, por supuesto, junto a los inversores institucionales, adquieren cada día un papel más relevante los llamados "*proxy advisors*". Puede llegar a ser enorme su capacidad de influencia para orientar el voto y, sobre todo, "señalizar" al mercado si una sociedad está o no bien gestionada, con las consecuencias correspondientes.

Desde este planteamiento, se entenderá bien que sin perjuicio de ciertas referencias a otros ordenamientos iberoamericanos, hagamos alusión a la particular situación española. La Ley española de Sociedades de Capital ha sido recientemente modificada, en concreto, a través de la Ley 3/2014, de 3 de diciembre, y que lleva el significativo título de ley "*para la mejora del Gobierno Corporativo*". Esta Ley viene dar carta

---

**1.** Naturalmente somos conscientes de que la rapidez de la recepción, así como el nivel de la recepción (plena, parcial, etc.) dependen de múltiples factores, en los que, ahora, no podemos detenernos. Por supuesto, en esta introducción *darwiniana* de las reglas jurídicas habrán de adoptarse la suficientes cautelas teniendo presente que, en general, cada una de las reglas forman parte de un conjunto o ensamblaje, que se retroalimentan: Berkowitz/Pistor/ Richard, "The transplant effect" (2003) 51 *AM J COMP L* 1, pp. 163-203; Pistor/ Xu, "Fiduciary duty in transitional civil law jurisdictions: Lessons from the incomplete law theory" (2002) *ECGI Law Working Paper* No. 1.

**2.** Por ello señalaba Karl POPPER en sus *Conjeturas y Refutaciones* (1991, p. 264): "*Se habrá observado a través de mi formulación que, cuando hablo del desarrollo del conocimiento científico, lo que tengo in mente no es la acumulación de observaciones, sino el repetido derrocamiento de teorías científicas y su reemplazo por otras mejores o más satisfactorias*".

de naturaleza legal a las propuestas formuladas por una Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo. Esa Ley, junto con el flamante Código de Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas (de febrero de 2015), podríamos denominarlos de tercera generación (ó 3.0, como ahora se diría). La primera generación estuvo constituida por las Informes que en ámbito del *soft law* hicieron llegar a España la primera oleada de *soft law on corporate governance* (Informes Olivencia y Aldama). La segunda generación vino integrada por ciertas modificaciones legales y otros códigos de *soft law* (básica aunque no únicamente, la Ley de 2003 de Transparencia y el Código Unificado de Gobierno Corporativo o Código Conthe).

Desde estas bases, creemos estar en condiciones de afrontar los problemas comunes que afectan o inciden en el régimen de funcionamiento de los órganos de administración de las sociedades cotizadas iberoamericanas, y reflexionar sobre las soluciones más adecuadas.

Una última observación en esta Introducción. Liberamos al lector de la pesada carga de un aparato bibliográfico repleto de profusas citas doctrinales. Vista la enorme producción científica que hay sobre el *corporate governance* en general y sobre el órgano de administración en particular, cada comentario tendría que ir acompañado de decenas, si no centenares, de citas doctrinales. Con franqueza, no parece que en este momento y en esta publicación eso tenga mucho sentido (sin perjuicio de que cuando sea aconsejable hagamos referencia a algún apoyo dogmático). Y, de la misma manera, carece de sentido que a la hora de abordar cada uno de los temas hayamos de hacer mención a todos y cada uno de los informes o códigos que en materia de Gobierno Corporativo se han ido generando tanto en América como en Europa. Solo con su mera cita consumiríamos la mitad del espacio que amablemente nos han ofrecido para este capítulo.

## ■ 2. LA RAÍZ DEL PROBLEMA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

No creemos que, a estas alturas, nadie pueda poner en cuestión que la única forma de penetrar en los intersticios de la problemática del órgano de administración es enfocándolo desde la perspectiva (económica) de las relaciones de agencia, es decir, en las relaciones en las que una parte (el principal o propietario) delega en otra poderes de decisión (el agente).

En el caso de las sociedades, los principales son los socios (los propietarios de la sociedad) quienes delegan en el órgano de administración (agente) la toma de decisiones. Por supuesto, que ello no significa que los propietarios no tomen ciertas decisiones (debidamente constituidos en junta). Pero el grueso de las decisiones, muchas

de ellas extraordinariamente relevantes para los propietarios de la sociedad, corren a cargo del órgano de administración. Los socios generalmente no están en disposición ni de especificar los concretos resultados de la actividad de los administradores ni de determinar exhaustivamente los medios que han de articularse para su consecución. Los socios únicamente tienen claro un objetivo: maximizar el valor de la empresa, esto es, el rendimiento de la inversión realizada. El órgano de administración (y, por supuesto, cada uno de sus miembros), desde esta perspectiva, es un agente de la sociedad, que acuerda con ella el despliegue de sus conocimientos y pericias para alcanzar ese objetivo genérico.

Aunque existen otros, el riesgo característico de las relaciones de agencia estriba en que el agente (el órgano de administración) anteponga sus propios intereses a los de su principal (los socios de la sociedad). El órgano de administración está compuesto por personas; y la experiencia enseña que de la misma manera que no parece pertinente pensar que todo el mundo es intrínsecamente perverso, tampoco procede aceptar con los ojos cerrados que todo el mundo se va a comportar bien en todas las circunstancias de la vida. Sea o no verdad la máxima de Rousseau de que el hombre el bueno por naturaleza y es la sociedad la que le corrompe, lo cierto es que los seres humanos no somos ni ángeles ni demonios. Y las tentaciones a las que se puede llegar a ver expuesto un administrador son muchas. No hace falta decir más.

Pero en el caso de las sociedades cotizadas aquel riesgo presenta un particular dramatismo. Ya no se trata (solamente) de que los componentes del órgano de administración prioricen sus propios intereses a los de la sociedad. Ahora el riesgo medular estriba en que los socios mayoritarios se sirvan de los administradores (que a pesar de ser nombrados formalmente por la junta, en términos realistas han sido aupados a su posición gracias al voto de los accionistas mayoritarios) para conseguir para ellos beneficios que, en realidad, corresponderían a la sociedad (y, por tanto, a todos los accionistas, y no solo a los mayoritarios, que sufrirían así un lucro cesante) o para lograr beneficios a costa de la sociedad (con lo que los socios minoritarios experimentarían un daño emergente). Sea de una manera u otra, cualquiera de esas posibles conductas de los socios mayoritarios (canalizadas a través de la actuación de los administradores) supondría una expropiación de los derechos de los accionistas minoritarios.

Pues bien, aquel particular dramatismo se redobla cuanto mayor es la concentración de capital. Por exponerlo en términos muy sencillos. Cuanto mayor sea el porcentaje que uno o varios accionistas tengan en la sociedad mayor será la tentación de que dichos accionistas usen de su poder (bien sea en forma de voto en junta o bien sea en forma de control efectivo sobre el órgano de administración) en detrimento de los accionistas minoritarios y, por supuesto, de la propia sociedad (llegándose incluso a

hablar de "tiranía de la mayoría"). Y esta es una cuestión central para el particular caso de las sociedades cotizadas iberoamericanas. De acuerdo con los estudios disponibles en la materia, su estructura de capital es esencialmente concentrada, con la existencia de un socio de control capaz de ejercer una influencia significativa y, por tanto, con capacidad, en muchos casos, de nombrar o destituir al equipo directivo<sup>3</sup>. De hecho, la OCDE habla de "*las circunstancias económicas especiales de la región, en particular, la persistencia de patrones de concentración de la propiedad y de control*"<sup>4</sup>.

Pero la eventualidad de ese riesgo no debe llevarnos a defender que la única forma de cortocircuitar ese problema, o al menos mitigarlo, sea dejar el gobierno de la sociedad en manos de los socios minoritarios. Y ello por muchas razones. En primer lugar, de acuerdo con la lógica económica (que no puede ser ignorada por la lógica jurídica) no es exigible a quien realiza una importante inversión en una sociedad (en forma de adquisición de acciones) que deje la gestión de la sociedad exclusivamente en manos de quienes menos han invertido (los minoritarios). Y, en segundo lugar, porque aunque así fuera, el riesgo permanecería invariable, y únicamente cambiarían los sujetos activo y pasivos de las eventuales conductas expropiatorias: los expropiantes podrían ser ahora los minoritarios; y los expropiados, los mayoritarios. Tampoco por el hecho de ser minoritarios, esos accionistas adquieren condición celestial.

Desde este prisma convendrá distinguir entre medidas globales (o no específicas) que eliminen (o, al menos, minimicen) la probabilidad de que se materialice el riesgo propio de las relaciones de agencia con carácter general. De este tema nos ocuparemos en los siguientes apartados 3 y 4, en los que abordaremos, respectivamente, la composición del órgano de administración y el controvertido tema de la compatibilidad en una misma persona de los cargos de primer ejecutivo y presidente del consejo de administración. Posteriormente, en el apartado 5, nos ocuparemos de una cuestión tan específica como central a la hora de analizar los problemas y soluciones que ha de darse a aquel riesgo: los conflictos de interés (administradores-sociedad y, sobre todo, socios-sociedad). Finalizaremos con un tema clásico en el Derecho de Sociedades, responsabilidad de administradores, que cobra nueva luz desde la perspectiva de las relaciones de agencia y los eventuales conflictos entre accionista mayoritarios y accionistas minoritarios. En él recalaremos en el apartado 6<sup>5</sup>. Las conclusiones más importantes que creamos haber alcanzado quedarán condensadas en el apartado 7.

---

3. Céspedes/González/Molina, (2010), "Ownership and capital structure in Latin America", *Journal of Business Research*, 63(3), pp. 248-254.

4. "White Paper" sobre Gobierno Corporativo en Latinoamérica.

5. Dadas las múltiples aristas que presente el tema de la retribución de los administradores de cotizadas y el papel que debe asignarse a la junta, creemos que bien merece un análisis separado y en un trabajo distinto. Esperemos que pronto tengamos esa oportunidad.

A lo largo de todos esos apartados, el lector comprobará —o, al menos, esa es nuestra esperanza— que cuando los problemas se encararan de frente y se abandonan perspectivas desbancadas por el tiempo en pro de nuevas soluciones, el órgano de administración de las cotizadas debe y puede funcionar con eficiencia.

### 3. LA COMPOSICIÓN DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN: LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES

En materia de *Corporate Governance* una de las ideas o principios que con más rapidez y fuerza se han extendido internacionalmente ha sido la referente a la composición del órgano de administración. En efecto, ya los *Principles on Corporate Governance* del *American Law Institute* recomendaban que el *Board* de las sociedades cotizadas tuviera una mayoría de consejeros que no tuvieran ninguna relación significativa con los gestores de la sociedad. Después, ya en Europa y, en concreto, en el Reino Unido, el Informe Cadbury señalaba que toda sociedad abierta debe estar encabezada por un consejo eficiente, que pueda a la vez dirigir el negocio y controlarlo. En el marco del sistema monista anglosajón —continuaba diciendo ese Informe— ello supone un consejo constituido por consejeros ejecutivos, con un conocimiento profundo del negocio, y por consejeros externos, no ejecutivos, que aporten una visión más amplia. La cualidad esencial que los consejeros no ejecutivos deben aportar a las deliberaciones del consejo es la independencia de criterio. De ahí que el Informe Cadbury recomendara que la mayoría de los consejeros no ejecutivos fuera independiente entendiendo por tal que no dependieran del equipo ejecutivo y, sobre todo, que estuvieran libres de cualquier negocio o relación que pudiera interferir de hecho en la emisión de un criterio independiente. A partir de ahí, es lugar común en todos los informes y recomendaciones de buen gobierno la diferenciación entre consejeros ejecutivos y consejeros externos, y la exigencia de que estos últimos, en todo o en parte, sean independientes.

Aunque son muchísimas las cuestiones que suscita la figura de los consejeros independiente, y por razones evidentes no podemos abordarlas todas, sí que, al menos, algunas deben ser tratadas: su función (v. *infra* a); los requisitos para ser consejeros independiente (v. *infra* b); y su presencia en las comisiones auxiliares del consejo de administración (v. *infra* c).

a) Por lo que se refiere a la función, a menudo se atribuye a los consejeros independientes la tarea de defender o “representar” al capital flotante (*free float*). Así, por ejemplo, y por citar el caso español, el Informe Olivencia señalaba que la misión primordial de los consejeros independientes consiste en hacer valer en el consejo los intereses del capital flotante. No obstante, ha habido algunas voces críticas que entiende que ese no



puede ser su rol, sino que, por el contrario, de lo que deben ocuparse es de la defensa del interés social, entendido éste como el interés de todos los accionistas, y no en concreto solo el de algunos accionistas (los que integran el *free float*).

Lo cierto es que, a nuestro juicio, no existe incompatibilidad entre los dos puntos de vista. Al menos *de iure* todos los consejeros (independientes o no) están por igual obligados a la defensa del interés social. Pero como *de facto* existe el riesgo —lo sabemos por la teoría de agencia— de que los consejeros más estrechamente ligados a los accionistas mayoritarios prioricen el interés de dichos accionistas sobre los de la sociedad (es decir, del conjunto de accionistas), entonces las referencias al capital flotante deben ser entendidas en el sentido de que los consejeros independientes deben monitorizar y controlar la conducta de los consejeros ejecutivos para que ésta no esté guiada, exclusiva o básicamente, por su propio interés o, sobre todo, por el de los accionistas mayoritarios, y todo ello en detrimento del interés social y en evitación de maniobras expropiatorias de los legítimos intereses de los accionistas minoritarios. Por esta razón señalábamos que la composición del órgano de administración es una de las medidas globales (o no-específicas) que, cuanto menos, mitigan la probabilidad de que se materialice el riesgo propio de las relaciones de agencia. Buena prueba de ello es que la presencia en el consejo de consejeros independiente es una de las cuestiones más analizadas y, sobre todo, valoradas por los potenciales inversores y los *proxy advisors*. A este respecto ha de indicarse que la figura del consejero independiente, además de en España y Portugal, es conocida (y reconocida) en la inmensa mayoría de países americanos. El siguiente cuadro es ilustrativo al respecto:

País	Organismo regulador	Tipos de consejeros	Normativa aplicable
República Argentina	Comisión Nacional de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Directores independientes</li> <li>• Directores externos</li> <li>• Directores que tienen vinculación con el grupo de control</li> </ul>	Ley de Mercado de Capitales, No. 26831
Estado Plurinacional Bolivia	Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas	No existe distinción alguna.	N/A
República Federativa del Brasil	Comisión de Valores Mobiliarios	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consejeros independientes (aplicable para los segmentos Novo Mercado y Nivel 2 de Gobierno Corporativo)</li> <li>• Consejeros no independientes</li> </ul>	Reglamentos de los segmentos Novo Mercado y Nivel 2 de Gobierno Corporativo

País	Organismo regulador	Tipos de consejeros	Normativa aplicable
República de Chile	Superintendencia de Valores y Seguros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Directores independientes</li> <li>• Directores no independientes</li> </ul>	Ley N° 18.046 sobre sociedades anónimas
República de Colombia	Superintendencia Financiera de Colombia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Directores independientes</li> <li>• Directores no independientes</li> </ul>	Ley 964 de 2005
República de Costa Rica	Superintendencia General de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Directores socios</li> <li>• Directores no socios</li> <li>• Directores externos o independientes</li> <li>• Directores no externos o independientes</li> </ul>	Código de Comercio
República del Ecuador	Consejo Nacional de Valores	No existe distinción alguna.	N/A
República de El Salvador	Superintendencia del Sistema Financiero	No existe distinción alguna.	N/A
Reino de España	Comisión Nacional del Mercado de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consejeros ejecutivos</li> <li>• Consejeros no ejecutivos (y dentro de esta categoría, dominicales, independientes u otros externos)</li> </ul>	Ley de Sociedades de Capital
República de Guatemala	Central de Valores Nacional	No existe distinción alguna.	N/A
República de Honduras	Superintendencia de Valores y otras Instituciones	No existe distinción alguna.	N/A
Estados Unidos Mexicanos	Comisión Nacional Bancaria y de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consejeros independientes</li> <li>• Consejeros no independientes</li> </ul>	Ley del Mercado de Valores
República de Panamá	Superintendencia del Mercado de Valores	No existe distinción alguna.	N/A
República del Paraguay	Comisión Nacional de Valores	No existe distinción alguna.	N/A
República del Perú	Superintendencia del Mercado de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consejeros independientes</li> <li>• Consejeros no independientes</li> </ul>	Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas

País	Organismo regulador	Tipos de consejeros	Normativa aplicable
República Portuguesa	<i>Comissao do Mercado de Valores Mobiliários</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consejeros ejecutivos</li> <li>• Consejeros no ejecutivos</li> <li>• Consejeros independientes</li> <li>• Consejeros no independientes</li> </ul>	<i>Codigo dos Valores Mobiliarios</i>
República Dominicana	Superintendencia de Valores	No existe distinción alguna.	N/A
República Oriental del Uruguay	Banco Central del Uruguay	No existe distinción alguna.	N/A

b) Pero a nadie se le escapará que para que los consejeros independientes realmente puedan cumplir la misión asignada, es crucial que sean verdaderamente independientes. De nada sirve rotular como “independientes” si, por sus características, no lo son. Cuanto más alto se ponga el listón, mayores serán las garantías de que los consejeros independientes cumplan su misión<sup>6</sup>. Si ese listón no es lo suficiente elevado (claro está, sin caer en extremismos que hagan absolutamente imposible encontrar a alguien que reúna todas las condiciones), de nada servirá llamarle independiente porque no servirá como contrapeso para evitar las tentaciones de que ciertos administradores miren más para sí y para los accionistas mayoritarios que para el conjunto de los accionistas<sup>7</sup>.

6. Somos conscientes de que se ha señalado el riesgo de que los accionistas mayoritarios también intenten hacer valer su peso e influencia antes los consejeros independientes: v. DA DeMott, “Guests at the table? Independent directors in family-influenced public companies” (2008) 33 *J CORP L* 4, pp. 819-863; Dahya/Dimitrov/McConnell, “Does board independence matter in companies with a controlling shareholder?” (2009) 21 *J APP CORP FIN* 1, pp. 67-78; Black *et al*ri, “What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil (and other BRIK Countries)” (2012) *J CORP FIN*.

7. Manuel Conthe (que fue Presidente del regulador español de los mercados de valores —la Comisión Nacional del Mercado de Valores— y miembro de la Comisión de Expertos cuyo informe ha dado lugar a la ya cita Ley española 31/2014, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo) reflejaba bien esta situación en un artículo publicado en el diario “El Mundo” el 1 de abril de 2014, y que llevaba el significativo título de “Wittgenstein y los independientes”. Permítase-nos que transcribamos algunos párrafos: “En [...] “Investigaciones Filosóficas”, el filósofo [...]Wittgenstein plantea un experimento mental célebre: “Supongamos que todo el mundo tiene una cajita con algo dentro, a lo que llama escarabajo. Nadie puede mirar dentro de la caja ajena y todo el mundo dice que sabe lo que es un escarabajo mirando al suyo. En tal situación, sería perfectamente posible que cada uno tuviera algo distinto en su caja, e incluso que ese algo estuviera cambiando constantemente. ¿Tendría sentido la palabra escarabajo en el lenguaje de esa gente?”. Del riesgo de que el término “consejero independiente” resultara tan ambiguo como el escarabajo de Wittgenstein advirtió ya en 1998 el Informe Olivencia, cuando afirmaba que “en los medios financieros se está extendiendo la interpretación un tanto ligera de lo que es el consejero independiente, más atenta a la letra que al espíritu de la denominación”. [...] Por eso, el Grupo de Trabajo que alumbró en 2006 el nuevo “Código Unificado de Buen Gobierno” de las sociedades cotizadas españolas convino en que era preciso reforzar y precisar mejor las condiciones mínimas para que un consejero pudiera ser calificado de independiente. [...]Ahora bien, un consejero puede cumplir esas condiciones

No podemos detenernos ahora en explicitar todos los requisitos que han de concurrir en una persona para que de verdad pueda cumplir la misión a la que están llamados los consejeros independientes. Pero bien podría tomarse como referencia el caso español. La Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo de 2013 ha establecido una serie de requisitos positivos (circunstancias que han de concurrir) y de requisitos negativos (circunstancias que excluyen la calificación como independiente). Desde luego, el requisito positivo por excelencia es que se trate de una persona que, por sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionado por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos. De lo que se deduce que lo importante son, en realidad, los requisitos negativos, es decir, aquellas circunstancias hagan presumir que, de darse, esa persona puede estar condicionada en el desempeño de sus misión, y que por tanto, impiden la calificación de "independiente". Entre esas circunstancias destacan el haber sido empleado o consejero ejecutivo de la sociedad (o en sociedades del grupo), salvo que hubieran transcurrido un plazo prudencial de tiempo (tres o cinco años, según los casos); percibir de la sociedad (o de sociedades del grupo), retribuciones (distintas de las de consejeros) que no sean de cierta relevancia; que haya sido auditor de la sociedad (salvo que haya pasado un cierto tiempo, en concreto tres años); mantener o haber mantenido durante el último año una relación de negocios importante con la sociedad (o con cualquier sociedad de su grupo); ser pariente o estar ligado por vínculos afectivos con un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad; etc.

c) Terminamos ya estas breves reflexiones sobre los consejeros independientes haciendo una rápida referencia a cómo hacer efectiva la influencia de los consejeros independientes en los consejos de administración de las sociedades cotizadas. Nos referimos, claro está, a su presencia en las comisiones auxiliares del consejo.

El *American Law Institute*, en sus *Principles*, dejó pública y notoria constancia (y desde entonces no hay voz seria que lo ponga en cuestión) de que en las sociedades en general, pero muy particularmente en las cotizadas, un órgano de administración compuesto por un número más o menos elevado de miembros, que además se

---

*mínimas de independencia y, sin embargo, carecer de la experiencia profesional, conocimientos técnicos, o temple para poder desempeñar con eficacia su tarea [...]. La independencia es, pues, condición necesaria, pero no suficiente, para que a una compañía le convenga nombrar como consejero independiente a una persona concreta... [...] Según la interpretación más frecuente del citado pasaje de las "Investigaciones Filosóficas", las personas creemos con frecuencia que estamos hablando sobre una misma cosa porque utilizamos la misma palabra para describirla, pero, sin saberlo, podemos estar debatiendo asuntos distintos. Es, a mi juicio, lo que ocurre en España con los consejeros independientes: su peso profesional e independencia efectiva varía mucho de unas sociedades cotizadas a otras. Por fortuna, las propias convicciones de los propietarios y directivos de algunas han hecho que no se atengan a la letra, sino al espíritu de las recomendaciones. Son esos consejeros independientes los "escarabajos" que debieran servir de modelo a las restantes sociedades".*

reúnen de tanto en tanto casi por definición está incapacitado para gestionar una sociedad si por gestión entendemos la llevanza del día a día de la sociedad. De eso se ocupan los consejeros ejecutivos y los altos directivos. Por tanto, el papel a desempeñar por el *Board* ha de ser otro. Básicamente su misión ha de ser doble: por un lado, supervisar la actuación de los consejeros ejecutivos, y, por el otro, reservarse las decisiones más importantes, incluidas todas aquellas en las que se detecte un riesgo de expropiación a favor de los ejecutivos o de los accionistas mayoritarios y en detrimento de los minoritarios y, en general, de la sociedad.

Desde esta perspectiva se aprecia el peligro de que los consejeros independientes se vean impedidos de cumplir su misión. En efecto, para que los consejeros independientes puedan verdaderamente cumplir sus funciones (supervisar la labor de los ejecutivos y, por supuesto, detectar y, en su caso, detener maniobras expropiatorias) no resulta suficiente las reuniones periódicas del Consejo, en las que, además, solo se cuente con la información previamente remitida por los consejeros ejecutivos (que son los únicos que conocen al detalle las interioridades de la sociedad).

Por esa razón, precisamente, resulta imprescindible no solo que los consejeros independientes tengan presencia en todas las comisiones auxiliares del consejo de administración (que a su vez facilitan las deliberaciones y decisiones del consejo en pleno). También es imprescindible que esa presencia sea cuantitativamente preponderante en determinadas comisiones (como la de auditoría y la de nombramientos y retribuciones) sobre la de otros miembros del consejo (ejecutivos y dominicales). De este modo, se obtendrá una pluralidad de beneficios; y por citar los más evidentes: la involucración o activismo de los consejeros independientes será mayor (también los independientes están expuestos al riesgo de adoptar una actitud pasiva, callada y discreta, limitándose a secundar las decisiones de quienes mejor conocen la compañía); los consejeros independientes tendrán información de primera mano (y no la "pre-cocinada" por los ejecutivos); y cuando por la competencia de la comisión auxiliar, la presencia de los independientes sea mayoritaria, los informes que prepare (destinados al Consejo en pleno) tenderán a reflejar los puntos de vista de los consejeros independientes.

#### **4. LAS RELACIONES ENTRE EL PRESIDENTE DEL CONSEJO ("CHAIR OF BOARD") Y EL PRIMER EJECUTIVO ("CHIEF EXECUTIVE OFFICER" O "CEO")**

Si en el epígrafe anterior señalábamos que la utilidad de la figura del consejero independiente ha logrado aunar un importante consenso internacional, no puede decirse lo mismo —más bien lo contrario— respecto a la necesidad o conveniencia de separación de cargos entre el presidente del consejo de administración y el primer ejecutivo

de la compañía (CEO). Como la controversia viene de lejos, no parece preciso reproducir en detalle los argumentos esgrimidos por los defensores a ultranza de inacumulabilidad de cargos o por los que mantienen la tesis contraria. No obstante, sí que convendrá dar alguna pincelada antes de exponer nuestra posición al respecto.

Como es sabido, quienes defienden que el Presidente del Consejo de administración no debe ser, al mismo tiempo, el primer ejecutivo de la compañía básicamente esgrimen que se trata de una medida que redundaría en la eficiencia de la sociedad, puesto que impide la excesiva concentración de poder. En efecto, se dice, si además de las competencias que son propias del cargo de presidente (básicamente convocar al consejo, preparar el orden del día y moderar las deliberaciones del consejo) se añade que propias de primer ejecutivo, se constriñe enormemente la posibilidad de control real de la actuación de los consejeros ejecutivos, en general, y, en particular, del primer ejecutivo (y, de este modo, se limita la posibilidad de detección y freno a maniobras expropiatorias). Desde esta perspectiva, el modelo a seguir sería el británico, en el que el *Chairman*, amén de la función de alta representación institucional, convoca y preside el Consejo, en el que se fiscaliza la labor del CEO.

Por contraposición, se ha señalado que la acumulación de cargos es beneficiosa, ya que proporciona a la compañía un liderazgo claro tanto en el ámbito interno y externo. Además, se reducen los costes de información y coordinación que se generarían en caso de que los cargos no fueran acumulables.

Por nuestra parte, no podemos asumir la prevalencia de una alternativa sobre la otra. Hasta donde nosotros somos conscientes la literatura que se ha ocupado del tema (sea puramente económica, sea la que se sitúa en el ámbito del *law&economics*) no ha demostrado de manera concluyente la clara superioridad de un sistema sobre el otro. Vayamos ahora a los datos empíricos. En el Reino Unido, donde —como sabemos— existe separación de cargos, el nivel de eficiencia y de “buena gobernanza” de las sociedades británicas no es discutido. Pero es que en Estados Unidos, donde un alto porcentaje de empresas acumulan los cargos de *Chairman* y CEO, tampoco se pone en tela de juicio ni, en general, su eficiencia ni su “buena gobernanza”. Esto ya nos muestra que no debe criminalizarse ni un modelo ni otro. En realidad, la opción más idónea dependerá de las características de la empresa, y por qué no decirlo, también de las personas que ocupen los cargos. Estamos íntimamente persuadidos de que el ordenamiento jurídico (cuando el *soft law* pasa a convertirse en *mandatory law*) ni debe ni puede tratar a todas las sociedades (aunque todas ellas sean cotizadas) de la misma manera. Del mismo modo que no hay dos personas iguales, no hay dos sociedades iguales. Pueden existir muy buenas razones para que un mismo sujeto dentro de una sociedad compatibilice aquellos dos cargos.

En realidad, y como casi todo en la vida cuando se trata de temas controvertidos, nada es ni totalmente blanco ni totalmente negro (o, como antes decíamos, ni nadie es completamente ángel, ni nadie es completamente demonio). Y es precisamente en la paleta de colores o tonos que van desde el blanco al negro donde está la clave para una buena gobernanza cuando se trata de la compatibilidad de cargos. Por de pronto lo primero que debe hacerse es dar libertad a las sociedades para que se decanten por uno u otro modelo. Nadie como la propia sociedad sabe lo que le conviene. Ya sopesará ella los pros y los contras de cada opción. Y si el modelo elegido finalmente no resulta ser el más conveniente, los mercados se lo harán saber más pronto que tarde. Y rectificará por la cuenta que le trae. En segundo lugar, y en conexión con lo anterior, para que los mercados puedan, en su caso, reaccionar, la sociedad debe transmitir al mercado toda la información que sea relevante sobre el modelo escogido o sus variantes.

Y es precisamente en esas variantes donde nosotros queremos poner el énfasis. Si una sociedad entiende que el modelo más adecuado a sus características es el de acumulación de cargos es perfectamente posible, y sin duda es lo más razonable, establecer ciertos contrapesos (como se hace en el Derecho español) que reduzcan sensiblemente el riesgo de excesiva concentración de poder en manos de una sola persona. Desde luego, el más importante —y que, al menos, en la práctica española ha tenido un notable éxito— pasa por tener a un presidente con funciones ejecutivas (es decir, no meramente un *chairman*) junto a otra persona (también consejero), que posea amplios e importantes poderes ejecutivos<sup>8</sup>. El poder queda así repartido. Lo que sí convendrá es, de nuevo, transmitir adecuadamente a los mercados como se coordinan o conjugan los poderes de ambos.

Hay además una segunda medida (válida tanto para el supuesto de que los cargos de *chairman* y CEO coinciden como para aquel otro en el que existe un *chairman* con funciones ejecutivas y, además, otro consejero con amplios e importante poderes) que se explica como medio para evitar que la persona en cuya mano está convocar al consejo de administración (el *chairman*) intente eludir que el consejo pueda llegar a monitorizar qué decisiones se han tomado o deben tomarse. Piénsese que esa obstaculización se lograría o no convocando en tiempo oportuno al consejo o bien confeccionando un orden del día que impida que los consejeros aborden determinados temas. Pues bien, esa segunda medida consiste en habilitar a un número reducido de consejeros a instar al presidente a convocar el consejo para tratar determinados temas (y, en caso de no hacerlo, ellos mismos podrían directamente convocar el consejo) o bien, aunque no es incompatible con lo anterior, facultar a consejero

---

8. Lo que en la terminología española se denomina "consejero delegado", aunque, por supuesto puede haber un "consejero delegado" aunque el *chairman* no tenga ningún poder ejecutivo.

independiente (elegido, a su vez, por todos los consejeros independientes) para convocar (o instar a convocar) el consejo de administración para tratar ciertos temas.

En resumen, nuestra posición es clara. La ley no debe obligar a las sociedades a hacer incompatibles las posiciones de Chairman y de CEO. Deben ser ellas las que tomen la decisión en función de sus particulares circunstancias. Todo ello, claro está, sin perjuicio de recomendar un cierto modelo (y, entonces, ya se sabe: *comply or explain*).

Expuesta la situación española, echemos un vistazo a la situación en otros países iberoamericanos, donde se aprecia una tendencia a recomendar la no acumulabilidad:

País	Previsión de la separación entre cargos	Observaciones
República Argentina	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en el Código de Gobierno Societario de 2012.	La Recomendación II.5 del Principio II, "Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la Emisora" del CGS CNV, se le dice a la Emisora que en caso de contar con un Comité de Nombramientos, el mismo recomiende que "el Presidente del Directorio no sea su vez el Gerente General de la Emisora".
Estado Plurinacional Bolivia	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República Federativa del Brasil	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en los Reglamentos del Nuevo Mercado relativos a los Niveles 1 y 2.	Los reglamentos del Nuevo Mercado relativos a los Niveles 1 y 2 de Gobierno Corporativo vedan la acumulación de cargos de presidente del consejo y director presidente o principal ejecutivo de la compañía.
República de Chile	Se prevé legalmente en Ley Nº 18.046 ley sobre sociedades anónimas.	El cargo de gerente es incompatible con el de presidente, auditor o contador de la sociedad y en las sociedades anónimas abiertas, también con el de director (artículo 49 LSA).
República de Colombia	No se prevé la separación de cargos, aunque sí de representante legal y presidente de la junta directiva en la Ley 964 de 2005.	El inciso final del artículo 44 de la Ley 964 de 2005 establece que "Quien tenga la calidad de representante legal de la entidad no podrá desempeñarse como presidente de la junta directiva".
República de Costa Rica	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en el Reglamento de Gobierno Corporativo del Conassif y en el Reglamento de Gobierno Corporativo de la Bolsa Nacional de Valores.	El Reglamento de Gobierno Corporativo del Conassif establece que, en la integración del Consejo Directivo de las entidades supervisadas, se debe considerar que los miembros de la Junta Directiva u órgano equivalente no pueden desempeñar cargos como gerente general o ejecutivo de la entidad. (Art. 5). El Reglamento de Gobierno Corporativo de la Bolsa Nacional de Valores especifica que el Presidente de la Junta Directiva y el Gerente General de la empresa no pueden ser la misma persona.



País	Previsión de la separación entre cargos	Observaciones
República del Ecuador	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República de El Salvador	No se prevé la separación de cargos para todas las sociedades cotizadas, sino únicamente para sociedades cotizadas bancarias y de seguro en las normas NPB 4/48, de Gobierno Corporativo de las Entidades Financieras.	Las funciones del director ejecutivo y el presidente de la junta directiva son incompatibles, ya que se determina que con el objeto de fortalecer la función general de supervisión, la junta directiva de las entidades sólo podrá contar con un director ejecutivo.
Reino de España	Ley de Sociedades de Capital y Código de Buen Gobierno.	<p>El artículo 529 septies de la Ley de Sociedades de Capital establece: "1. En caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración, con la abstención de los consejeros ejecutivos, deberá nombrar necesariamente a un consejero coordinador entre los consejeros independientes.</p> <p>2. En caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración, con la abstención de los consejeros ejecutivos, deberá nombrar necesariamente a un consejero coordinador entre los consejeros independientes, que estará especialmente facultado para solicitar la convocatoria del consejo de administración o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día de un consejo ya convocado, coordinar y reunir a los consejeros no ejecutivos y dirigir, en su caso, la evaluación periódica del presidente del consejo de administración".</p> <p>El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015) señala en la Recomendación 34<sup>a</sup>: "Que cuando exista un consejero coordinador, los estatutos o el reglamento del consejo de administración, además de las facultades que le corresponden legalmente, le atribuya las siguientes: presidir el consejo de administración en ausencia del presidente y de los vicepresidentes, en caso de existir; hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros no ejecutivos; mantener contactos con inversores y accionistas para conocer sus puntos de vista a efectos de formarse una opinión sobre sus preocupaciones, en particular, en relación con el Gobierno Corporativo de la sociedad; y coordinar el plan de sucesión del presidente."</p>
República de Guatemala	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República de Honduras	No se prevé la separación de cargos.	N/A
Estados Unidos Mexicanos	No se prevé la separación de cargos.	N/A

País	Previsión de la separación entre cargos	Observaciones
República de Panamá	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República del Paraguay	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República del Perú	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.	El Principio 24 establece que "Existe separación entre la administración o gobierno ejercida por el Directorio, la gestión ordinaria a cargo de la Alta Gerencia y el liderazgo del gerente general, mediante una política clara de delimitación de funciones. Las designaciones para los cargos de gerente general y presidente de Directorio recaen en diferentes personas".
República Portuguesa	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en las Recomendaciones de la CMVM.	Las Recomendaciones de la CMVM establece en el apartado II.1.10 que en el caso que el presidente del órgano de administración ejerza funciones ejecutivas, éste órgano deberá nombrar, de entre sus miembros, un administrador independiente.
República Dominicana	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República Oriental del Uruguay	No se prevé la separación de cargos.	N/A

## 5. CONFLICTOS DE INTERÉS

Si hasta el momento nos hemos ocupado de los mecanismos que, con carácter general, reducen el riesgo de conductas expropiatorias a favor de los administradores (o de los accionistas de control) y en perjuicio de la sociedad (o de los accionistas minoritarios), ahora es el turno de una cuestión en la que específica y claramente afloran ese riesgo. Nos referimos a los conflictos de interés.

En el marco de las relaciones de agencia, se ha dicho —con razón— que el deber de lealtad del agente (que exige dar prioridad a los intereses de la sociedad sobre los propios) tiene su primera manifestación en el deber de evitar los conflictos de interés<sup>9</sup>. De hecho ese es el rótulo del (nuevo) art. 229 de la Ley (española) de Sociedades de Capital, tras la reforma experimentada por la Ley 31/2014.

<sup>9</sup> Recomendamos la lectura de las páginas que al tema dedica A. KEAY, *Directors' Duties*, 2ª ed., 2014, p. 276 y ss.

Muchas y variadas son las manifestaciones del deber de lealtad y del subsiguiente deber de evitar los conflictos de interés. De entre ellas, podríamos citar la prohibición de hacer competencia a la sociedad o el desvío de las oportunidades de negocio de la sociedad ("*corporate opportunities*"). Pero dado que este capítulo está referido a las sociedades cotizadas, permítasenos que nos centremos en los conflictos de intereses que surgen con ocasión de las llamadas operaciones vinculadas. Es ahí donde con total crudeza se manifiesta el riesgo de maniobras expropiatorias de los accionistas mayoritarios a costa de los minoritarios<sup>10</sup>. Sobre el tema muy recientemente se han vertido unas luminosas reflexiones a las que, en lo sucesivo, seguiremos<sup>11</sup>.

Por operación vinculada se entiende toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre partes vinculadas. Una parte se considera vinculada a otra cuando una de ellas, o un conjunto que actúa en concierto, ejerce o tiene la posibilidad de ejercer, directa o indirectamente o en virtud de pactos o acuerdo, el control sobre otra o una influencia significativa en la toma de decisiones financieras y de explotación de la otra. Se incluyen, así, a los administradores y directivos, así como a los socios de control o que tiene una participación significativa que les permite ejercer una influencia igualmente significativa.

Las transacciones vinculadas no deben quedar prohibidas *per se*. Una interdicción de tal naturaleza sería incongruente con la búsqueda de la eficiencia que debe perseguir siempre el Derecho Privado. En efecto, la ausencia de prohibición automática no deriva del hecho de que, como de todos es conocido, sean frecuentes en la práctica. Procede de la circunstancia de que las transacciones vinculadas pueden ser beneficiosas para ambas partes, entre otras muchas cosas, porque reducen significativamente los costes de transacción, lo que facilita el alineamiento de intereses. Las partes, en tanto que vinculadas, se conocen bien y, en general, son conscientes de sus respectivas necesidades<sup>12</sup>.

---

**10.** V. Gilson/Schwartz, "Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms Versus Ex Post Transaction Review", (2012) <http://ssrn.com/abstract=2129502>; Armour/Hansmann/Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies* en Kraakman et al. (Vds.), *The Anatomy of Corporate Law*, 2009, p. 35.

**11.** Nos referimos al trabajo del Dr. Fernando VIVES (Presidente de la firma internacional de abogados J&A Garrigues, S.L.P.) "Los conflictos de intereses de los socios en la reforma de la regulación mercantil". Se trata de una conferencia dictada en la Academia Matritense del Notariado el 4 de diciembre de 2014.

**12.** V. Paces "Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control", ECGI Working Paper No.131/2009 <http://ssrn.com/abstract=1448164>; Goshen, "*The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*" (2003) 91 Cal. L. Rev. p. 400. La Superintendencia de Sociedades colombiana ha reconocido que las operaciones viciadas por conflictos de interés no son necesariamente contrarias al interés social. En compañías cerradas, la proscripción absoluta de operaciones con accionistas o administradores podría, incluso, ser nociva para la gestión de los negocios de la sociedad. Un ejemplo de lo anterior puede encontrarse en el caso de SAC Estructuras Metálicas S.A. contra Daniel Correa, en el cual la Superintendencia de Sociedades examinó diversos contratos de mutuo celebrados entre la sociedad demandante y sus antiguos administradores. En vista de la frágil situación financiera de SAC Estructuras

Ahora bien, en las sociedades cotizadas el peligro que representan dichas operaciones vinculadas es que el socio, ejercitando su control o influencia significativa sea capaz de establecer términos ventajosos o muy ventajosos en su favor y, en consecuencia, en perjuicio del interés de la sociedad en general y, en particular, del resto de los accionistas.

Buscar el justo equilibrio entre la no prohibición *per se* y la evitación de las maniobras expropiatorias en perjuicio de la sociedad (y de sus socios minoritarios) requiere, además de un marco general societario apropiado, medidas de diversa clase. En primer lugar, deben destacarse las procedimentales. Deben articularse procedimientos de aprobación previa de la operación. Salvo que se trate de una *major transaction*, no parece oportuno atribuir la competencia para la aprobación a la junta cuando se trata de una cotizada. La lentitud y costes que genera la convocatoria y celebración de una junta de una cotizada lo desaconsejan vivamente. Lo más eficiente es atribuir esa competencia para aprobar la operación vinculada al consejo de administración previo informe favorable de una comisión auxiliar, sea de las ya constituidas sea *ad hoc*, en la que sean mayoría los consejeros independientes. En las deliberaciones y votaciones deberán abstenerse de intervenir todos los administradores (ejecutivos o no) que se encuentren vinculados con el accionista mayoritario contraparte de la sociedad en la operación<sup>13</sup>.

Por supuesto, elemento esencial del anterior procedimiento es la información. La información que es precisa para que el consejo (y previamente la comisión correspondiente) ha de ser clara y completa. Sin esa información no puede entenderse que el consentimiento de la Sociedad ha sido válidamente prestado. Por tanto, en manos del accionista mayoritario está, si quiere sacar la transacción adelante, que realicen un esfuerzo por no escatimar todos los datos y circunstancias relevantes de la transacción propuesta. Además, esa información será de vital importancia en un eventual y posterior escrutinio judicial de la operación.

---

Metálicas S.A., los referidos funcionarios decidieron obtener créditos bancarios a título personal, para luego prestarle tales recursos a la compañía. Según lo expresado por la Superintendencia en la Sentencia No. 801-035 del 9 de julio de 2013, “los administradores demandados obraron en concordancia con los mejores intereses de SAC Estructuras Metálicas S.A. [...] es factible que las operaciones viciadas por un conflicto de interés le reporten importantes beneficios a una sociedad, como en efecto parece haber ocurrido en el presente caso”.

**13.** Ni siquiera requerirán aprobación por el consejo aquellas operaciones que *ex rerum natura* sean inidóneas para la puesta en práctica de estrategias expropiatorias. Ello sucederán cuando cumulativamente concurren tres circunstancias: que se realicen en virtud de contratos cuyas condiciones estén estandarizadas y se apliquen en masa a un elevado número de clientes; que se realicen a precios o tarifas establecidos con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio de que se trate; y que su cuantía no supere un porcentaje muy reducido de los ingresos anuales de la sociedad.

## 6. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD DE ADMINISTRADORES

Es humanamente comprensible que los accionistas (y hasta los acreedores de la sociedad) aspiren a que una decisión del órgano de administración que hagan perder dinero a la compañía (o no ganar tanto como se deseara) comporte automáticamente responsabilidad de los administradores. Seguramente habría que contar por millones las páginas que a lo largo de artículos y libros se han dedicado a la responsabilidad de los administradores; y de ellas —o mejor dicho, de las más brillantes— una cosa queda muy clara: el hecho de perder dinero (o no ganarlo en la cuantía esperada) no supone que automáticamente los administradores incurran en responsabilidad. Y no puede suponerlo por una razón fácilmente comprensible para los economistas (y hombres de empresa) y, cada vez más, para los juristas (y para el legislador).

Los administradores de una sociedad, como decíamos al abordar las relaciones de agencia, deben intentar maximizar el valor de la empresa que gestionan. Ese es el mandato que le han conferido los propietarios, los accionistas, y su deber es comportarse diligentemente en el cumplimiento de ese mandato. Pero en la inmensa mayoría de las ocasiones, los administradores se mueven en un entorno de incertidumbre económica: primero tienen que elegir entre no hacer una inversión (por hablar en términos amplios) o hacerla; en caso de que se haya decidido acometer una inversión, han de decidir cuál entre las posibles en ese momento (que a veces son unas pocas y otras muchísimas) es la más adecuada; se ha de optar entre seguridad (a costa de obtener una menor tasa de rendimiento de la inversión) o riesgo (con la esperanza de obtener una mayor tasa); tampoco es posible controlar todos los factores externos (sean de la contraparte, sean del entorno político-económico general) que puede influir en el fracaso o éxito de la operación; etc.

No nos engañemos: no existe ningún manual o libro de cabecera que nos garantice cómo hacer dinero (y, además, mucho dinero). En otras palabras, no hay una *lex artis* por virtud de la cual quede laminado el riesgo empresarial. Si generara responsabilidad el mero hecho de realizar una inversión sin obtención de (notables) frutos, los administradores se volverían extraordinariamente adversos al riesgo. No harían nada; y como seguramente también temieran que su inacción fuera generadora de responsabilidad, buscarían una inversión de rendimientos (prácticamente) asegurados como, por ejemplo, compra de bonos emitidos por la República Federal Alemana. Pero no hace falta detenerse ni siquiera un segundo en ese absurdo económico. Los inversores individuales (es decir, cada uno de los accionistas) se valen y se sobran para comprar personalmente dichos bonos. Si alguien decide convertirse en accionista de una sociedad es porque tiene la esperanza (pero solo debe tener la esperanza, nunca la certeza) de que el rendimiento de su inversión será superior a la que se derivaría del bono alemán. Los accionistas no se pueden permitir que los administradores

queden paralizados por el temor (y, a veces, terror) a ser demandados por negligencia<sup>14</sup>.

El Derecho no debe revisar *ex post* la toma de decisiones de naturaleza esencialmente económica y que, como tal, está inmersa en aquel entorno de incertidumbre. Y ello quiere decir que los jueces no deben poder estar autorizados a revisar la corrección o incorrección de ese tipo de decisiones al socaire de una acción de responsabilidad interpuesta contra los administradores. El ordenamiento jurídico no puede garantizar a los accionistas el rendimiento (o un cierto rendimiento) de sus inversiones. Lo único que debe hacer es exigir que el proceso de adopción de decisiones esté exento del riesgo de contaminación que se produciría si en la adopción de decisiones empresariales interviniera un administrador en conflicto, directo o indirecto, de interés con la propia sociedad. Se constata así, y una vez más, la centralidad del deber de lealtad. Recuérdese que la primera manifestación de dicho deber es evitar los conflictos de interés y, como subsiguiente obligación, abstenerse de participar en la toma de decisiones donde haya conflicto de interés.

Mucho ha ayudado a condesar esta forma de entender lo que el Derecho puede y no puede hacer (y, consiguientemente, los tribunales), la doctrina de la *business judgement rule*. Aunque su génesis está vinculada al *common law* (en particular, Estados Unidos), lo cierto es que también dicha doctrina está expandiéndose entre los países adscritos al *civil law*. En términos muy sencillos, dicha doctrina ofrece, dependiendo de la jurisdicción, bien un *safe harbor* o bien una presunción de no-negligencia cuando a pesar del fracaso (o relativo fracaso) de una inversión concurren ciertos requisitos, que tienen como base (nosotros creemos que incontrovertible) que un juez, sea dicho con los máximos respetos, carece de la preparación económica adecuada para poner en entredicho la racionalidad de una decisión netamente económica. El art. 226.1 de la Ley (española) de Sociedades de Capital (introducido por la Ley 31/2014) creemos que recoge adecuadamente cuáles han de ser esas exigencias: “*En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado*”. De este modo, el legislador español ha dado carta de naturaleza a un criterio largamente defendido por la mejor doctrina<sup>15</sup>;

---

14. Reyes Villamizar (*Derecho Societario*, 2013, p. 152) ha señalado con acierto: “*Mientras que la actividad empresarial está relacionada con la asunción de riesgos, las circunstancias de la vida familiar, a las que está expuesto el padre de familia, están más bien ligadas a la prevención del riesgo*”.

15. El pionero fue LLEBOT, *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, 1996, pp. 73-85. Pero pronto la propuesta fue bien aceptada autores muy influyentes: ESTEBAN (“¿ Una nueva manera

aunque, de hecho, ya venía siendo empleado por algunos tribunales de justicia<sup>16</sup>.

Igualmente en otros países iberoamericanos, aun a falta de precepto legal que consagre la *business judgement rule*, tribunales y reguladores han acogido dicha doctrina. Este es el caso, por ejemplo, de Brasil, según acredita una resolución de su Comisión Nacional de Valores en un procedimiento sancionador en el año 2005<sup>17</sup>. Por su parte, en Colombia, la Superintendencia de Sociedades en los últimos años ha atemperado el deber de diligencia consagrado legalmente, confiriendo a los administradores la autonomía que requieren para gestionar los negocios sociales. Y así se ha dicho: “no le corresponde a esta entidad, en ejercicio de facultades jurisdiccionales, escudriñar las decisiones de negocios que adopten los empresarios, salvo en aquellos casos en los que se acrediten actuaciones ilegales, abusivas o viciadas por un conflicto de interés”<sup>18</sup>.

Esta resolución de la Superintendencia colombiana de Sociedades ilustra bien lo esencial que resulta —como antes decíamos— que el proceso de toma de decisiones haya sido “limpio”, esto es, carente de la contaminación que provocaría la intervención en la adopción de decisiones de algún administrador que estuviera en conflicto de interés.

Además, aquella resolución del regulador colombiano nos da pie para alertar de una distinción que entendemos fundamental para comprender bien el estatuto jurídico de los administradores. Si en el ámbito del deber de diligencia (es decir, del deber de maximizar el valor de la empresa) es preciso atemperarlo a la luz de la doctrina de la *business judgement rule*, por contra, en el ámbito del deber de lealtad (que se traduce

---

de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas?”, en ESTEBAN, coord., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, 1995, pp. 43 y 44); PAZ-ARES (“La responsabilidad de los administradores como instrumento de Gobierno Corporativo”, *Indret* 4/2003, p. 31); VICENT, *Introducción al Derecho Mercantil*, 23ª ed., I, 2012, pp. 787-788. Para una exposición de las piezas maestras del sistema norteamericano de la *business judgment rule*, en español puede consultarse G. GUERRA, *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses. Su Influencia en el Movimiento de Reforma del Derecho Europeo*, 2003, pp. 435-443.

**16.** Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra de 24 enero de 2008 (JUR 2008/106210); Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Las Palmas de Gran Canaria en su Sentencia de 18 de julio de 2011 (AC 2011/1550). En la misma línea, aunque se emplear el término “*business judgement rule*”: Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 13 septiembre de 2007 (JUR 2007/330370).

**17.** “La Comisión de Investigación entendió ser posible sustituirse en la decisión empresarial tomada por los administradores de MRS, formulando acusaciones basadas en su juzgamiento de que el modelo tarifario debería tener adoptado la tarifa máxima y no la tarifa practicada. No obstante, como se sabe, la doctrina del *Business Judgment Rule*, ya plenamente adoptada por este Colegiado, rechaza dicha substitución, imponiendo el respecto al mérito de la decisión empresarial siempre que no haya demostración de infracción a los deberes legales por parte de los administradores”.

**18.** Sentencia No. 801-0072 del 11 de diciembre de 2013.

en el deber de dar prioridad a los intereses de la sociedad sobre los propios o los de determinados accionistas, y evitar los conflictos de interés), deben extremarse las cautelas, someterse a cuarentena las decisiones adoptadas por quienes se hallan en conflicto de interés y, por supuesto, sancionar con rigor cualquier conducta expropiatoria de los legítimos intereses de los accionistas, sobre todo, minoritarios.

Aunque ya prácticamente hemos agotado la extensión impuesta a este capítulo, no queremos terminar sin hacer una última reflexión a propósito del deber de lealtad. La experiencia enseña que salvo en los sistemas donde impera el *case-law* (en el que los tribunales se convierten en formidables generadores de Derecho), en el resto de los ordenamientos jurídicos los operadores jurídicos y económicos tienen una concepción estrecha y pobre de las manifestaciones del deber de lealtad. Por este motivo, a nuestro juicio, constituye labor ineludible de los legisladores la aprobación de normas claras y, al mismo tiempo flexibles, que orienten la actuación de los operadores; y que permitan, a la postre, que los tribunales —amparados por las normas y por la doctrina— castiguen la conductas contrarias al deber de lealtad (incluidas las maniobras expropiatorias). Y desde este ángulo, creemos que España está en la buena dirección gracias a la citada Ley 31/2014.

## ■ 7. CONCLUSIONES

Gracias a las enseñanzas que proporciona la teoría de las relaciones de agencia es posible comprender y encarar de manera fructífera las circunstancias que envuelven el funcionamiento y estructura del órgano de administración de las sociedades.

La teoría de la agencia nos advierte de que siempre existe el potencial riesgo de que el agente (que en nuestro caso son los administradores) priorice sus intereses sobre los de su principal (que, de nuevo en nuestro caso, son los accionistas). Pero en sede de sociedades cotizadas, el problema medular no es tanto que los administradores prioricen sus propios intereses sobre los de la sociedad o conjunto de accionistas, sino que los accionistas mayoritarios o de control, por medio de los administradores, lleven a cabo operaciones en su propio beneficio y en perjuicio de los accionistas minoritarios. Es lo que en términos muy gráficos se conoce como maniobras o conductas expropiatorias.

La probabilidad de conductas expropiatorias se incrementa de manera muy notable cuanto mayor sea la concentración de capital. Y, precisamente, según los datos disponibles, las sociedades cotizadas iberoamericanas presentan un elevado nivel de concentración de capital.



Para eliminar o, en su defecto, reducir lo máximo posible el riesgo de expropiación, los consejos de administración deben contar con un número relevante de consejeros independientes. Pero para que éstos puedan cumplir bien su misión es imprescindible, por un lado, que satisfagan estrictos requisitos que garanticen su independencia; y, por el otro, que tengan un papel activo en la toma de decisiones o en la preparación de toma de decisiones por parte del consejo.

Además de la anterior medida de carácter general, para cortocircuitar a tiempo las maniobras expropiatorias es esencial que se establezca un procedimiento adecuado y garantista que asegure que cuando se realiza una operación vinculada entre la sociedad y el socio de control no salen perjudicados los accionistas minoritarios.

El régimen de responsabilidad de los administradores debe analizarse a la luz de una distinción fundamental: deber de diligencia y deber de lealtad. Por lo que atañe al primero de aquellos (que se materializa en el deber de intentar maximizar el valor de la empresa gestionada), el Derecho no puede ni debe suplantar ni revisar las decisiones empresariales de naturaleza esencialmente económica. Procede en este caso aplicar la doctrina de la *business judgement rule*. En cambio, cuando de lo que se trata es del deber de lealtad (que se sintetiza en el deber de dar preferencia absoluta a los intereses de la sociedad sobre los propios o los de personas relacionadas), el ordenamiento jurídico ha de sancionar con rigor el incumplimiento de esa obligación; y ese incumplimiento desde luego se produce cuando los administradores son conscientes y permiten que a través de determinada decisión por ellos adoptada, el accionista mayoritario expropie a los accionistas minoritarios.