

Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas

Maribel Sáez Lacave

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

*Abstract**

En este trabajo se analiza la fundamentación y la funcionalidad de los deberes de los socios en nuestro derecho de sociedades. La tesis que se defiende es que se trata de una herramienta poco afinada de control "de serie" -general y mecánica- del ejercicio de los derechos de los socios (e incluso de fundamentación de nuevas obligaciones y exigencias), ajena o externa a la voluntad de las partes contenida en el contrato. Básicamente ha servido en los ordenamientos de Europa Continental para apuntalar la dimensión social o comunitaria del contrato frente a la individual del socio y potenciar el interés social como un mandato de optimización -no sólo a los administradores, sino también a los socios- del interés agregado de la empresa frente al interés individual del socio. Se revisan las limitaciones de esta aproximación para mitigar los conflictos de socios de las sociedades cerradas o no cotizadas -frente a la alternativa de la contratación cuidada y meditada ex ante, avalada por la experiencia atesorada en este terreno- y los desajustes que crea en el sistema de protección de las inversiones de los socios.

Cuestión bien distinta es la responsabilidad y los deberes de lealtad de los socios de control de las sociedades cotizadas. En este caso, el socio actúa como un inside manager, y como tal debe ser tratado, como un administrador puro y duro. La especialización del control en las sociedades cotizadas, los altos costes de información asimétrica y la imposibilidad de contratar convierten a la relación del socio de control con los socios externos en una relación fiduciaria en sentido estricto. Se finaliza con unas reflexiones sobre la manera de articular una mayor accountability del socio de control a la luz de la reforma de LSC.

This article discusses the foundation and functionality of shareholders' loyalty duties in company law. The article mainly argues that such duties provide a very rough control tool -generic and mechanical- that comes "untailored" to assess the exercise of shareholders rights (and to ground new obligations and requirements), which is alien or external to the parties' will in the contract. In Continental Europe legal systems shareholders' loyalty duties have basically served to shore up the social or communitarian contract dimension vis-à-vis the shareholders' individual one and to promote the company's interest as an optimization mandate -not only to managers, but also to shareholders- regarding the company's aggregate interest over the shareholder's individual interest. The article further discusses the limitations of this approach in mitigating shareholders disputes in closed or non-listed companies -as opposed to the alternative of careful and reflexive ex ante contracting, backed by the accumulated experience in the field- and the mismatches it creates in the protection system for shareholders' investments.

A completely different issue concerns liability and loyalty duties of controlling shareholders in listed companies. In this case, controlling shareholders act as inside managers, and therefore they should be treated as managers. Specialization of control in listed companies, high costs of asymmetric

* Agradezco los comentarios y sugerencias de los participantes de la VI conferencia anual AEDE, y especialmente del discussant, Pablo Sanz Bayón. Así mismo, quisiera agradecer los comentarios de Fernando Gómez, Maria Gutierrez y Angel Carrasco, que han tenido la dedicación de leerse el trabajo y de hacerme ver lo que no les convencía. La responsabilidad por los errores que restan es solo mía, desde luego.

information and the inability to contract among investors convert the relationship between controlling shareholders and external shareholders into a fiduciary relationship. Finally, the article makes some reflections on attaining a stronger accountability for controlling shareholders in the light of the Spanish company law reform.

Title: Reconsidering shareholder's loyalty duties: the case of controlling shareholders in listed companies

Palabras clave: Deberes de lealtad, buena fe, socios de control, sociedades cotizadas, derecho de sociedades.

Keywords: Loyalty duties, good faith, controlling shareholders, listed companies, company law.

Sumario

1. Motivación
2. De qué hablamos cuando hablamos de lealtad: El caso de los deberes de lealtad de los socios
 - 2.1. La estructura económica del deber de lealtad
 - 2.2. La naturaleza económica de los deberes de lealtad de los socios
 - a) Deberes de lealtad y deberes de buena fe
 - b) El oportunismo de los socios: *free riding* y expropiación
 - c) La doctrina de los deberes de lealtad de los socios a examen
3. Deberes de lealtad y conflictos de interés de los socios de control
 - 3.1. Fundamento del deber de lealtad del socio de control
 - 3.2. ¿Por qué la doctrina de los deberes de lealtad de los socios no ha servido para reducir la expropiación del socio de control?
 - 3.3. La estrategia normativa frente a los conflictos de intereses de los socios de control de sociedades cotizadas
4. Conclusiones
5. Tabla de jurisprudencia
6. Bibliografía

1. Motivación

El gobierno corporativo está de moda. Lo llamativo es que no lo haya estado antes. Los distintos modos de organizar el control de las sociedades -y, por ende, de las organizaciones en general- es en buena medida lo que distingue unas formas sociales respecto de otras. Naturalmente el diseño legal de la estructura de gobierno -los mecanismos que se articulan de manera interna para disciplinar el control gerencial- varía en función de la organización o de la forma social. Desde esta perspectiva, podríamos estudiar los distintos tipos sociales revisando su engranaje de gobierno o de control gerencial, que se sustancia en instrumentos que a grosso modo se suelen ordenar y calificar de responsabilidad, de voz y de salida¹. Esta aproximación nos permite evaluar los ajustes de gobierno en cada caso. Por un lado, comprobar cómo tecnológicamente la estructura societaria responde a factores externos -por ejemplo, si el proyecto precisa de fuertes inversiones específicas, parece claro que las opciones de salida deben limitarse-. Por el otro, realizar juicios de eficiencia de los arreglos de gobierno en uso y en desuso, y entender cómo interaccionan entre sí unos mecanismos con otros. A la postre, un mejor conocimiento de los ajustes de gobierno nos permitiría a los juristas diseñar organizaciones más eficientes.

Tradicionalmente, sin embargo, los estudiosos del derecho de sociedades, al menos en el derecho continental, no han sistematizado el estudio de las formas sociales en atención a los mecanismos internos que disciplinan el control. En parte, porque esta manera de mirar el derecho de sociedades surge en tiempos más recientes en relación con los conflictos de interés que se crean en las sociedades con fuerte división entre propiedad y control, que es la estructura de propiedad prevalente en Estados Unidos². Allí, fueron los economistas quienes nos descubrieron que la configuración del gobierno de las sociedades afecta sustancialmente a la eficiencia de la organización. Así, pusieron en evidencia que en las sociedades cotizadas con capital disperso, las relaciones entre los dueños o los patrones de la organización y sus administradores producían los costes de agencia, y que estas tensiones entre quienes tienen poder de decisión y quienes carecen del mismo se observa asimismo en otras organizaciones (pensemos, por ejemplo, en los conflictos entre inversores y los *fund managers* en un fondo de inversión, o entre los beneficiarios y los gestores en una *nonprofit*).

Esta revelación ha obligado a los juristas a revisar las estructuras de gobierno de las sociedades, centrando el foco en las cotizadas. Y nos ha llevado a percatarnos de que, quizás sin saberlo, teníamos serias deficiencias de fondo en el *core* del gobierno de estas sociedades. Probablemente la materia de la responsabilidad de los administradores sea paradigmático a este respecto. No cabe duda que las mejoras legales en este ámbito han engrasado un mecanismo que sorprendentemente estaba desatendido, cuando es bien sabido que el recurso de los deberes fiduciarios es consustancial a la propia relación

¹ HIRSCHMAN, (1970).

² JENSEN and MECKLING (1976).

fiduciaria y al control del *management*. Dicho de otro modo, si hay una herramienta pensada desde antiguo por los juristas para disciplinar las relaciones de poder, ésa es la responsabilidad. Además, contamos con la experiencia dilatada de otros ordenamientos, que ha producidos avances significativos en esta materia, y de la que todos hemos aprendido. Las reformas y puestas al día en este ámbito sean pues bienvenidas.

Con todo, la signatura pendiente de nuestro gobierno corporativo sigue siendo mejorar la *accountability* de los socios de control. Y esto es así, porque dada la estructura de propiedad de nuestras sociedades, son los socios con los derechos de control -en vez de los administradores- quienes en definitiva hacen y deshacen. Por lo tanto, más que preocuparnos por los *agency costs* -que también, aunque los administradores están sometidos a la estrecha vigilancia de los socios de control-, deberíamos examinar y poner remedio a los *blockholder's costs*. Ya advierto que ésta no es tarea fácil. La dificultad estriba en diseñar mecanismos que reduzcan los costes sin menoscabar los beneficios que estos socios aportan a la sociedad. Se trata, pues, de un *trade-off* difícil de ajustar técnicamente. Las ventajas son de sobra conocidas: los *blockholders* generan beneficios públicos que se reparten entre todos los socios³. Los socios de control tienen una inversión ilíquida, lo que les da incentivos para comprometerse con la sociedad a largo plazo. Tal implicación les lleva a vigilar activamente la tarea de los administradores -manteniendo los costes de agencia a raya- y a aportar a la sociedad su visión, su impulso y talento empresarial, sus conexiones, que en definitiva son fuente de negocio para la sociedad.

Pero la presencia de uno o varios socios de control también produce desventajas, que a estas alturas también son sabidas: los beneficios privados del control que no se reparten con el resto de los socios⁴. Esto es lo que la literatura financiera denomina expropiación. Así, los graves riesgos de deslealtad -el aprovechamiento de las oportunidades de negocio, las operaciones vinculadas, y otras formas de conflicto de interés, algunas de ellas muy complejas porque se incardinan en el curso de operaciones empresariales- es más probable que las protagonicen en estas sociedades los socios de control que los administradores. La literatura financiera ya se ha encargado de tasar la expropiación en los distintos países, y de ilustrar las mil y una maneras de tunelear a la sociedad⁵. También se ha puesto de manifiesto la dificultad de detectar y poner coto a muchas de estas conductas, que se repiten de manera callada, sin atraer la atención ni levantar sospechas.

El gran reto de nuestro gobierno corporativo, por lo tanto, es idear cómo disciplinar a los socios de control. A mi entender, hay dos maneras de hacerlo. Una es dar mecanismos de voz a los socios significativos para que sean un contrapeso de poder y disciplinen internamente a los *controllers*. Esta vía se abre con fuerza gracias a dos fenómenos que se

³ GILSON and JEFFREY (2013, pp. 863-927); GOSHEN and HAMDANI (2013), PAGANO and ROËLL (1998, pp. 187-225).

⁴ DYCK and ZINGALES (2004, pp. 537-600); NENOVA (2003, pp. 325-351).

⁵ ATANASOV, BLACK, CICCOTELLO (2011). Desde un punto de vista empírico, a través de la construcción de un index de self-dealing, v. DJANKOV, LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, y SHLEIFER (2008, pp. 430-465).

han coaligado en tiempos recientes. Por un lado, en las sociedades cotizadas se ha instalado un nuevo paradigma de propiedad, producto de la fuerte concentración que ha experimentado el *cash flow* de las empresas⁶. El accionista-tipo deja de ser disperso y fragmentado para dar paso a los inversores institucionales, que es el modelo de inversor que se extiende en los mercados. Por otro lado, la entrada en el mercado de un nuevo perfil de inversor, los llamados activistas -*hedge funds, private equity funds*-, que se caracterizan frente a los anteriores por estar dispuestos a usar los derechos de voz para hablar de tú a tú con los *insiders*. Todo parece indicar que la coalición de ambos tipos de inversores va a caracterizar las estrategias de *empowerment*, de dar poder a los accionistas en el siglo XXI, que según muchos, es el futuro del gobierno corporativo⁷. A este respecto, nos queda mucho camino por andar en nuestro derecho. Esta cuestión merecería un estudio atento, porque para que funcione esta estrategia, es preciso rebajar los costes de entrada de los activistas en nuestras sociedades y facilitar que se puedan involucrar en el gobierno de las sociedades a través de los cauces que se disponen para ello⁸. Sin embargo, la impresión que nos deja la nueva reforma es que en vez de allanar los costes legales, se entorpece y penaliza la entrada de los activistas. Los nuevos artículos 228. d, y 229.1.e y 2 parecen ir por estos derroteros.

La otra avenida prometedora para someter los conflictos de interés de los socios de control es la de la responsabilidad. El plan consiste en hacer responsables a los *insiders* -quienes de jure o de facto controlen la sociedad- por la infracción de los deberes de lealtad frente a los inversores externos, con independencia de que sean administradores o socios⁹. Esta aproximación al problema *hace prevalecer el interés de los inversores externos por encima de los intereses de los insiders*. Es una estrategia que se ha probado muy eficaz para combatir la expropiación en Estados Unidos -cuyos ratios en la materia son envidiables-, con la contrapartida de que no sólo ha permitido desterrar del sistema a los socios de control expropiadores o improductivos, sino también a los productivos¹⁰. Dicho en otras palabras, la aplicación muy estricta de los deberes de lealtad a los socios de control lleva consigo que se desincentive el surgimiento de posiciones de control -que son costosas de mantener para un inversor por la iliquidez y la falta de diversificación-, y se pierdan así los beneficios con los que contribuyen a las sociedades.

En cambio, en las jurisdicciones en las que el control de las sociedades reside de manera prevalente en manos de socios, se observa otro escenario: una mayor tolerancia de las actividades de los socios de control, y un menor *enforcement* de los mecanismos de

⁶ GILSON and GORDON (2013, pp. 863-927).

⁷ EDELMAN, RANDALL and THOMPSON. (2014, 1359-1434).

⁸ BEBCHUCK, BRAV, JACKSON, Jr. and JIANG, (2013).

⁹ BAINBRIDGE (2002).

¹⁰ DAMMAN, (2008, pp. 683 ss).

responsabilidad. El primer rasgo se sustancia en políticas legislativas de no intervención¹¹. En otras palabras, la ley no entra a regular como debiera los deberes de lealtad de los administradores -y mucho menos de los socios de control-, ni las conductas prohibidas, ni facilita la mecánica de los mecanismos de responsabilidad, ni explicita las sanciones. Generalmente el expediente de la responsabilidad se solventa normativamente con una cláusula abierta del interés social y un estándar muy general de los deberes fiduciarios. Esto es importante tenerlo en cuenta, porque pone de manifiesto una aproximación al mecanismo de responsabilidad bien distinta que en el caso americano. *Frente a la cuestión de qué interés debe prevalecer, estos ordenamientos apuestan por que el interés de la sociedad prevalezca sobre el interés de cualquier inversor individual.*

El segundo rasgo pone de manifiesto las dificultades a las que se enfrentan los tribunales de estas jurisdicciones para hallar responsables a los *insiders* por realizar conductas desleales. La premisa de partida comúnmente aceptada es que los socios de control quieren lo mejor para la sociedad, o en otras palabras, el interés del socio mayoritario está alineado con el interés de la sociedad. A fin de cuentas, la determinación del interés de la sociedad se hace extrapolando el interés de la mayoría de los socios. En consecuencia, su conducta sólo sería sancionable en aquellos casos excepcionales en los que se produce un daño verificable a la sociedad como entidad. Naturalmente, el perjuicio de los socios externos -la expropiación- no forma parte de la ecuación. Dicho de otro modo, la falta de aplicación de los deberes de lealtad a los socios de control conduce a una total desprotección de los inversores externos frente a la extracción de beneficios privados de control.

En definitiva, el problema que se nos plantea a la hora de diseñar los mecanismos de responsabilidad y los deberes de lealtad de los socios de control estriba en que es fácil caer en soluciones-esquina. O bien somos radicalmente intolerantes con cualquier mínima deslealtad de los *insiders* y con cualquier extracción de beneficios privados, lo que reduce los incentivos a que emerjan socios de control productivos. O bien arropamos su actuación en situaciones de conflictos del interés a través de estándares amplios del interés social, pero a costa de los intereses de los socios externos y, por ende, esta relativa desprotección castiga el crecimiento de los mercados de capital. En esta última situación creo entender nos encontramos en España.

Es cierto, no obstante, que son oportunos ciertos *caveats*. La primera advertencia pone en valor los avances y las mejoras que en materia de gobierno corporativo se han llevado a cabo en la mayoría de las jurisdicciones de Europa Continental, incluida la nuestra. Y un apartado importante de estas reformas ha sido articular y reforzar el mecanismo de la responsabilidad de los administradores. Si no se pone en pie un sistema general de responsabilidad en el ámbito societario, difícilmente se podrán construir modos de rendición de cuentas de los socios de control.

¹¹ GOSHEN (2003, pp. 393 ss). Esta misma aproximación ha sido utilizada por DJANKOV; LAPORTA, LOPEZ-SILANES and SHLEIFER (2008, pp. 430-465).

La segunda matización es que los ordenamientos europeos han tratado de reducir los costes de la presencia y actuación de los socios de control por otras vías alternativas o sustitutivas de la responsabilidad, justamente por las dificultades que entraña optimizar el diseño de la misma. La estrategia más eficaz sin duda ha sido la de influir en la estructura de capital de las empresas con el objeto de incentivar posiciones de control mayoritarias. Fundamentalmente, bloqueando las transmisiones de control potencialmente expropiadoras a través de la regla de la OPA obligatoria (la llamada *equal opportunity rule*) e imponiendo la regla una acción-un voto para bloquear el control con *stakes* minoritarios y los riesgos de expropiación que ésta lleva aparejados. En cambio, las fórmulas tradicionales de los derechos continentales para evitar el abuso de mayoría y re-equilibrar el poder interno en favor de los socios minoritarios -los derechos de la minoría, las acciones de impugnación de acuerdos sociales, etc- nos dejan resultados más modestos y discutibles, sobre todo en las sociedades cotizadas. Las asimetrías de información, los altos costes de su ejercicio para los inversores externos y los riesgos de extorsión o *hold-up* de la administración por parte de minorías organizadas ponen en entredicho la oportunidad de estos mecanismos en sociedades con altos costes de contratación¹².

Finalmente, como he advertido, el tratamiento normativo de la lealtad de los socios de control es complejo, y no permite soluciones fáciles. De hecho, una de las razones que explican la ausencia de instrumentos de responsabilidad del socio de control en las jurisdicciones de nuestro entorno estriba en la dificultad para evaluar y verificar los comportamientos desleales cuando se intercalan en operaciones empresariales con racionalidad económica, que en rigor estarían sujetas a la *business judgment rule*. A diferencia del caso de los administradores, los conflictos de interés del socio de control surgen con frecuencia en este tipo de transacciones. Probablemente los grupos de sociedades sean a este respecto paradigmáticos. Con todo, la tendencia en nuestro entorno es tomar cartas en el asunto y encarecer las operaciones vinculadas y el *self-dealing*¹³.

El propósito de estas páginas es reflexionar sobre cómo disciplinar a los socios de control a través de la responsabilidad. Se trata de indagar las posibles estrategias de responsabilidad, su fundamentación jurídica y su plasmación técnica. El trabajo está organizado en dos grandes bloques. En el epígrafe II se analiza la doctrina tradicional de los deberes de lealtad de los socios. La idea que vertebra estas páginas es que los derechos de sociedades europeos han utilizado la estrategia de la integración *ex post* del contrato para solventar los conflictos entre socios, particularmente habituales y comunes en las sociedades cerradas de capital. Los conflictos, se entiende desde esta óptica, nacen de la "deslealtad". En esencia, la cláusula de interés social ha servido para imponer deberes a los socios, incluso dispares o contrarios a los pactos de los socios, en orden a proteger una concepción abstracta del "interés agregado". El defecto de este planteamiento es doble. De un lado, parte de una premisa conceptual errónea: los deberes de lealtad -en tanto deberes al margen del contrato que se imponen "de serie"- nacen en las relaciones fiduciarias para reducir los problemas de

¹² DAMMAN, (2014, pp. 441-499); COOLS (2014, pp. 258-296).

¹³ ENRIQUES, (2015, pp. 1-37).

información asimétrica, y los socios no tienen una relación de estas características. De otro lado, el resultado de la decisión judicial “rectificadora” es tan distorsionador, que resulta preferible después de todo atenerse al contrato y a sus pactos. En el fondo, la conclusión a la que se llega es que el derecho de sociedades europeo, bruñado en el contexto de sociedades cerradas y no cotizadas, ha pretendido suplantar la naturaleza contractual de la sociedad y los intereses contractuales de sus participantes por una cláusula general y mecánica del interés social.

En el apartado III se analiza otra cuestión bien distinta, cual es la responsabilidad del socio de control de las sociedades cotizadas. En este caso, el socio actúa como un *inside manager*, y como tal debe ser tratado, como un administrador puro y duro. La especialización del control en las sociedades cotizadas, los altos costes de información asimétrica y la imposibilidad de contratar convierten a la relación del socio de control con los socios externos en una relación fiduciaria en sentido estricto. La aproximación de la doctrina tradicional parte de la dicotomía formal entre lealtad de los socios y lealtad de los administradores y, en consecuencia, fracasa en su intento de construir la responsabilidad de los socios controladores. Se finaliza con unas reflexiones sobre la reforma de LSC en relación con la *accountability* del socio de control.

2. *De qué hablamos cuando hablamos de lealtad: El caso de los deberes de lealtad de los socios*

La primera pregunta que nos deberíamos formular es la de si sería aconsejable, desde una aproximación de diseño corporativo, disciplinar a los socios de control mediante instrumentos generadores de responsabilidad. Curiosamente, la doctrina mayoritaria entiende sin paliativos que los socios -al igual que los administradores- están sometidos a un deber de lealtad frente a la sociedad y frente a sus con-socios. Es más, se postula como uno de los elementos que dan sentido al contrato de sociedad y uno de los pilares de la conducta exigible del socio en el ejercicio de sus derechos. Y esto a pesar de que se trataría de un deber implícito, porque la LSC recoge el principio clásico de igualdad de trato, pero sin embargo, no somete con carácter general la actuación de los socios a un presunto deber de lealtad. El discurso estándar de la doctrina se construye de la siguiente manera.

El paradigma de partida es la existencia de un deber de lealtad de los socios¹⁴. Se afirma de manera categórica que al socio le es exigible fidelidad o lealtad, que se sustancia en dar prioridad en su actuación a la tutela del interés social. A contrario, el deber de subordinar los intereses extrasocietarios a la satisfacción del interés social.

¹⁴ V. por todos, GIRÓN (1976, p. 423); PAZ-ARES (1993, p. 1326-1327); A. RECALDE (1993, p. 304 ss). Con todo, aunque sea un lugar común tanto en la doctrina como en la jurisprudencia, menos claro está su aplicación, MIQUEL (2010, p. 453 ss).

La segunda pieza es la justificación o fundamento jurídico. A renglón seguido se suele afirmar que el principio de lealtad del socio encuentra su fundamento en el principio general de buena fe. El objetivo de este paso argumentativo es cerrar una vieja controversia de la doctrina alemana que discutía si el deber de lealtad de los socios es propio y específico del derecho de sociedades o si es la mera traslación del principio general de buena fe al ámbito societario. Nótese, no obstante, que la lealtad -en tanto que se entienda que comprende la postergación del interés individual- va más allá de las exigencias de la buena fe *ex arts. 7 y 1258 CC*. Sin embargo, la doctrina los iguala: es un lugar común afirmar que el deber de lealtad, entendido en esos términos, es la concreción del deber de buena fe en el ámbito societario¹⁵.

La tercera pieza es la de su extensión en el derecho de sociedades. Se dice que el carácter general del deber de lealtad también se aplica a cualquier forma o tipo social¹⁶. La dogmática de los deberes de lealtad traspassa así el ámbito en el que fue concebido -las sociedades de personas- y se predica también de las sociedades de capitales. La perspectiva tradicional está muy condicionada por el tratamiento del problema en el entorno de las sociedades de personas. En este contexto, se hizo depender los deberes de lealtad de las relaciones de confianza que vinculan a los socios de las sociedades personalistas. Obviamente este modelo no se puede trasplantar a las sociedades de capital, por lo que inicialmente se consideró que en tales sociedades no se podrían fundamentar deberes de lealtad de los socios. Posteriormente se comprobó que era necesario articular deberes para impedir abusos, sobre todo referidos a la mayoría, y se argumentó que en sede de sociedades de estructura corporativa la lealtad entre socios se fundamenta en la correlación entre poder y responsabilidad. Ambos fundamentos comparten fuerza legitimadora entre los tratadistas y en la jurisprudencia que lidera esta materia, la alemana¹⁷. Con todo, da la sensación, a poco que se lea sobre el particular, que los deberes de lealtad de los socios civiles o colectivos son más extensos que los de los accionistas. Es lugar común referirse a la distinta "intensidad". Los deberes de fidelidad entre consocios existen en todos los tipos sociales, pero, se dice, son más intensos en las sociedades de personas.

Cuarto, la última pieza es crucial, y corresponde a su funcionalidad. En términos generales, se dice que el deber de lealtad serviría para modular y limitar el ejercicio de los derechos y obligaciones tipificados del socio, así como fundamento de nuevos derechos y obligaciones no especificados¹⁸. Dicho esto, el problema es su concreción. Dos puntualizaciones a este respecto resultan oportunas. La primera es que parece que hay coincidencia doctrinal en que todos los socios están sometidos al deber de lealtad. No es un deber consustancial al

¹⁵ IRACULIS (2013, pp. 51-54, y las referencias en nota que acompañan al texto).

¹⁶ FLEISCHER, (2015, §53 a, marginal 49, p. 801). Esta discusión es también muy estándar en nuestro derecho, está referida por IRACULIS (2013, pp. 56-65).

¹⁷ Sobre esta base se va fundamentando la dogmática de los deberes de lealtad, tal y como reconocen los propios jueces del Tribunal Supremo, especialmente esclarecedor, v. HENZE, (1996, pp. 489-494). Para un apunte de la evolución jurisprudencial de la materia en Derecho alemán, v. ROHRICHT, (2003, pp. 521-524).

¹⁸ V, por todos, SPANNENBERG, (§53 a, marginal 38, p. 551); entre nosotros, PAZ-ARES (2012, p. 1327).

poder de control sobre la gestión social -como si lo es en el caso de los administradores-, sino a la condición jurídica del socio, que afecta y obliga tanto a posiciones mayoritarias o de control, como a minoritarias¹⁹. La segunda es que la ley ha especificado recientemente el marco normativo de los conflictos de interés de los socios en el 190 LSC, distinguiendo los instrumentos de protección en función de los casos: la regla general es la protección *ex post* vía impugnación, salvo los supuestos tipificados, cuya protección es *ex ante* vía deber de abstención del socio conflictuado (art. 190.1 LSC). Y se cierra con la política de no intervención en los casos posicionales. Justamente, el grueso de los casos caerían en el saco de la impugnación, y no parece que al menos hasta el momento, se haya probado un instrumento eficaz para resolver los conflictos societarios de los socios cuando se invoca el deber de lealtad. La revisión de la jurisprudencia así lo acredita²⁰. A mayor abundamiento, el tratamiento doctrinal de los grupos de casos es disperso y desarticulado.

Con todo, lo que llama la atención es que el régimen legal y su reconstrucción se levanta de espaldas a la realidad. De alguna manera, resulta una discusión un tanto bizantina. Al final no está claro para qué sirve, ni cómo se aplica. No parece que los deberes estén bien definidos, que sean coercitivos entre las partes, y que los tribunales sancionen las conductas desleales. De momento, y pensando en cotizadas, que es dónde se pone el foco en este trabajo, el mejor servicio que podrían dar los deberes de lealtad de los socios sería frenar la expropiación del socio de control, que es el mayor problema de las sociedades de capital concentrado. Esa es la función que desempeñan en otros ordenamientos, como el norteamericano, pero no parece que entre nosotros sea el caso. Basta examinar el repertorio de jurisprudencia para comprobar el escaso impacto de los deberes de lealtad en el sistema de protección de los socios.

La explicación, a mi juicio, es doble. Uno, porque la cuestión de la lealtad de los socios y el tratamiento de los conflictos de interés no está bien engrasada en nuestro derecho. Es un instrumento que asiste a otros fines, habrá que ver si encomiables o no, pero, hoy por hoy, no sirve para frenar los riesgos de la expropiación de los minoritarios. Dos, -añado- porque quizás no sepamos bien cómo articularlo para que resulte exigente con los socios de control improductivos y benévolo con los eficientes. No hemos encontrado la fórmula que nos permita a ciencia cierta separar el comportamiento indeseable de la racionalidad económica en relación con el negocio sospechoso²¹.

Puestas así las cosas, me propongo mirar el problema desde otro ángulo. Lo primero es indagar qué es y para qué sirve el deber de lealtad. Las claves habrá que buscarlas en la

¹⁹ FLEISCHER (2015, §53 a, marginal 50, p. 801. También marginales 57 y 58, p. 806).

²⁰ Un estudio crítico de los desaciertos de la jurisprudencia a este respecto en CARRASCO (2013, pp. 127-150).

²¹ Un sector de la doctrina ha visto en esta circunstancia una objeción seria a los deberes de lealtad: entienden que el control *a posteriori* de las decisiones sociales trae más perjuicio que beneficio para el desarrollo económico, v. MARTENS (1990, pp. 251-252).

relación fiduciaria de los administradores, que es el caso paradigmático y mejor documentado dónde se genera el deber de lealtad para mitigar los conflictos de interés.

2.1. La estructura económica del deber de lealtad

El deber de lealtad aparece típicamente impuesto por la ley en las relaciones principal-agente en entornos empresariales. En esencia, *se trata de un mecanismo de rendición de cuentas en relaciones de delegación de poderes discrecionales con fuertes asimetrías de información*. No es de extrañar que el mejor laboratorio de pruebas lo proporcionen los administradores profesionales de las sociedades en las que hay separación entre propiedad y control.

La primera cuestión pertinente en este análisis consiste en determinar *en qué tipo de relaciones los deberes fiduciarios se revelan como un instrumento de gobierno oportuno y necesario*. El caso paradigmático de los modelos de finanzas es el del dueño de una empresa que encomienda a un administrador la gerencia y administración de la misma mediante plenos derechos de control sobre la propiedad que no se corresponden con derechos económicos. En este contexto, la teoría de la agencia analiza los conflictos potenciales que surgen entre las partes de la relación, los mecanismos aplicables para mitigarlos, y los costes que causa el problema y su remisión.

Básicamente, existe un *trade-off* entre incentivos y riesgo. En efecto, la separación entre propiedad y control promueve la especialización, lo que se traduce en mayor rentabilidad y eficiencia, pero tiene la contrapartida de que el agente pueda tomar decisiones sobre la propiedad del principal sin asumir el coste total de su conducta, lo que incrementa notablemente el riesgo del oportunismo en las relaciones fiduciarias comparadas con las no fiduciarias. El reto está en cómo reducir los costes sin socavar los beneficios que genera. Reconociendo, por tanto, que estrategias ya ensayadas por nuestro Derecho histórico, en la línea de limitar el poder discrecional del agente -recuérdense, por ejemplo, la regulación del factor-, no solucionan convenientemente el problema.

La respuesta del Derecho moderno reside en los deberes fiduciarios: el administrador tiene amplios poderes discrecionales, pero está obligado a actuar en el mejor - y único- interés del principal, so pena de ver comprometido su patrimonio en pagar los daños y restituir los beneficios²². Con todo, los deberes fiduciarios son una herramienta más entre otras, tanto legales como extralegales, para reducir el riesgo de conductas indebidas por parte del agente-administrador (pensemos, por ejemplo, en la reputación, la retribución, o el mercado de control corporativo). Pero mientras otros dispositivos están encaminados a incrementar la supervisión o los incentivos del agente, los deberes fiduciarios cumplen una función disuasoria insustituible cuando las asimetrías de información son insalvables (lo que la doctrina tradicional ha identificado como el binomio poder-responsabilidad).

²² Esta es la posición doctrinal más sólida, v. por todos, CONANGLÉN, (2005, pp. 425 ss); SITKOFF, (2011, pp. 1039 ss); RIBSTEIN, (2011, pp. 857 ss); COOTER y FREEDMAN (1991, pp. 1045 ss).

Se podría pensar que la raíz del problema está en la estructura de las motivaciones individuales: los sujetos son seres racionales que en general actúan egoístamente, mirando su propio interés. Pero por muy mejorable que sea la naturaleza humana, este factor no explica por sí sólo el imperativo legal de la lealtad en relaciones fiduciarias. En rigor, el recurso de los deberes fiduciarios sólo tienen sentido como estrategia para alinear los intereses del principal y del agente cuando las *asimetrías de información* procuran o favorecen que el administrador pueda operar más allá del control del principal. En otras palabras, *las asimetrías de información son la piedra angular del deber de lealtad en las relaciones fiduciarias*²³. El fiduciario siempre tendrá superioridad informacional, tanto frente al principal, que tiene muy difícil observar el oportunismo del agente, como frente al juez que se enfrenta a problemas de verificación a la hora de adjudicar la disputa entre ambos. Esto sucede en aquellas relaciones en las que concurren dos factores. Primero, al administrador se le han confiado poderes discrecionales porque los costes de contratación son muy elevados: los contratos incompletos surgen cuando es imposible anticipar instrucciones precisas en relación con cualquier contingencia futura, más aún si la incertidumbre es alta como sucede en los entornos empresariales. Y segundo, su conducta es imperfectamente observable por parte del principal, bien porque el "estado de la naturaleza" sea inobservable o porque carezca de las aptitudes o habilidades para hacerlo (justamente, se suele contratar a los administradores profesionales porque tienen una *expertise* de la que carece el principal), o una combinación de ambos.

Desde esta perspectiva, el deber de lealtad constituye la respuesta del Derecho para mitigar los riesgos de abuso de poder en este tipo de relaciones. Pero es costoso -como se verá a continuación, se alteran seriamente los incentivos del agente-, por lo que sólo está justificado cuando el principal no tiene a su disposición métodos más baratos de supervisar y controlar al agente. Así pues, es fácil constatar que el deber de lealtad es un mecanismo de gobierno corporativo de primer nivel en las sociedades con separación entre propiedad y control, en las que el problema de agencia es acuciante. El caso paradigmático es el de los administradores de las sociedades cotizadas de capital disperso. Su propósito es aumentar la *accountability* del administrador, obligarle a que se exponga, rinda cuentas, y responda de sus actuaciones. No, en cambio, cuando hay otros mecanismos de gobierno que reduzcan eficazmente las asimetrías de información del principal.

La segunda cuestión relevante trata de *especificar la naturaleza de los deberes fiduciarios*. Para empezar nos debemos preguntar cuál es el baremo en función del cual se evaluará *ex post* la conducta del administrador. Justamente porque los problemas de agencia surgen de la contratación por naturaleza incompleta, los deberes de lealtad están pensados para que el juez pueda completar el contrato. El estándar cumple la función de permitir al juez que decida, tomando en consideración los hechos y las circunstancias del caso, lo que las partes hubieran convenido de haberlo podido anticipar en el contrato. Lo cierto es que el Derecho le impone un estándar de actuación muy exigente, que se sustancia en la abnegación o el desinterés propio. El deber general de lealtad obliga al administrador a actuar siempre en

²³ Un survey sobre las bases conceptuales de los deberes fiduciarios, v. MILLER, (2013, p. 969).

interés del principal, y como norma, a postergar su interés privado frente al interés del principal. *No conflict, no profit*²⁴.

Nótese que el deber impuesto no es de mera transparencia. No se le permite la autocontratación o el self-dealing por mucho que se comunique el conflicto, ni tampoco se limita a obligar al administrador a evitar las posibles externalidades, esto es, abstenerse sólo cuando se obtendría un beneficio propio a costa del interés ajeno. Aunque parezca inconsistente con lo que dicta el sentido común, máxime en relaciones empresariales y en mercados competitivos en las que los agentes persiguen el intereses particular, el estándar de lealtad no permite la actuación privada o egoísta del administrador, aunque no dañe o perjudique al principal²⁵. Es más bien una prohibición simple y llana de verse involucrado en cualquier tipo de conflicto de interés.

Y, sin embargo, hay buenas razones para ello, que tienen que ver con su aplicación, en particular con los costes de verificación de la conducta del administrador. Cuando un principal cede el control de sus activos a un administrador, la ganancia del agente si se apropia de parte de su valor es grande, pero la posibilidad de que se pudiera llegar a probar es pequeña. Esta es justamente una de las consecuencias de las asimetrías de información. Si una tercera parte objetiva -el juez- tiene que revisar la conducta del administrador, es mucho más fácil que evalúe el deber de abnegación en relación con la conducta objetiva -que compruebe simplemente que no ha existido conflicto-, a que se pruebe que la conducta del administrador ha menoscabado los intereses del principal. Dados los problemas de información asimétrica, un deber menos riguroso sería probablemente demasiado complaciente con cierta tasa de deslealtad.

Una vez fijado el estándar, queda por determinar su régimen de aplicación. Hemos visto que la función de los deberes fiduciarios es disciplinar a los administradores permitiendo al juez que complete el contrato *a posteriori*. En consecuencia, el presupuesto de partida es que su aplicación cede frente al acuerdo contrario del principal. Es decir, la regla por defecto es aquella que obliga al administrador a realizar *full disclosure* del conflicto de interés y solicitar autorización para participar en operaciones vinculadas. Lo cual no significa que sea la regla más eficiente en todas las situaciones. De hecho no siempre lo es, y resulta excesivamente onerosa en determinados escenarios (téngase en cuenta que no toda transacción conflictiva es ineficiente)²⁶. Por eso, las partes deberían poder ajustar contractualmente los términos de su relación fiduciaria²⁷. En buena lógica, el principal

²⁴ CONAGLEN, (2010, p. 39), " two ... equitable principles clearly are peculiar to fiduciaries: first, the principle that prohibits a fiduciary from acting in a situation in which there is a conflict between the duty that he owes to his principal and his personal interest; and secondly, the principle that prohibits a fiduciary from receiving any unauthorized profit as a result of the fiduciary position ... These two principles are widely recognized as being of universal application to fiduciaries".

²⁵ FLEISCHER, (2010).

²⁶ DJANKOV, LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER (2008, pp. 430-465).

²⁷ SITKOFF (2011, p. 1046, y p. 1048); BUTLER y RIBSTEIN, (1991, pp. 1 ss); EASTERBROOK and FISCHER, (1993, pp. 425 ss).

puede permitir *ex ante* que el administrador se involucre en operaciones vinculadas, siempre, claro está, que actúe de buena fe y bajo criterios objetivos de equidad²⁸. De hecho, bien mirado, es justamente lo que sucede en los grupos. Que los deberes de lealtad sean objeto de contrato no significa que se pueda liberar por esta vía al administrador de toda sujeción o limitación de su actuación. Es evidente que el principal no puede autorizar o consentir contractualmente la actuación dolosa. Pero es importante recordar que no toda actuación en conflicto de interés del administrador es "dolosa", y que ningún principal, por muy sofisticado que sea, consentiría en excluir la obligación de actuar conforme a la buena fe. De hecho, una parte importante de las transacciones *a priori* conflictivas podrían ser productivas o eficientes, por lo que la contratación de los deberes de lealtad sería aconsejable, por ejemplo, si el *monitoring* del principal fuera muy elevado o hubiera otros mecanismos de gobierno que disciplinaran fuertemente la actuación del administrador²⁹.

2.2. La naturaleza económica de los deberes de lealtad de los socios

En el apartado anterior hemos visto que la racionalidad económica de imponer un deber de subordinación del interés particular muestra a las claras su funcionalidad como un tipo particular de límite o de restricción de la actuación de los agentes en casos de amplia delegación del poder de gestionar un patrimonio ajeno. La cuestión que nos debemos preguntar a continuación es si esta misma racionalidad sustenta el deber de fidelidad que se predica de los socios. Pronto comprobaremos que no parece ser el caso. Algunas pistas nos sugieren que aunque hablemos comúnmente de lealtad, las relaciones de los socios van por otros derroteros de los que discurren las relaciones fiduciarias.

a) La primera cuestión que debe ser dilucidada es cuál es el ámbito de actuación de los deberes de lealtad. Una corriente doctrinal defiende su aplicación extensiva a prácticamente cualquier terreno de las relaciones humanas en las que haya una relación de confianza, desde administradores de sociedades hasta abogados, médicos, esposos y amigos³⁰. Aquí se ha defendido constreñir los deberes fiduciarios al contorno mucho más reducido de unas relaciones de confianza muy especiales, las fiduciarias, en las que el principal entrega al agente un poder de contornos difícilmente limitables *a priori* y

²⁸ Esta es la perspectiva de otros ordenamientos con muchas más experiencia y veteranía que la nuestra, como es el caso de los Estados Unidos. Entre nosotros, el nuevo art. 230 LSC califica los deberes de lealtad como imperativos, de lo que parece desprenderse la imposibilidad de que los estatutos los limiten, moderen o modulen. Y la doctrina lo suele justificar arguyendo que la ley no puede permitir el dolo o que la finalidad del contrato entre el gestor y la sociedad quedaría frustrada :v. JUSTE (2015, pp. 415-416). Pues bien, no se discute que haya un contenido básico del deber de lealtad de carácter irrenunciable. Lo que se dice es que es una obligación exigente y extensa, quizás en exceso en ciertas ocasiones, por las razones que se han explicado, y que en determinadas circunstancias estaría en el mejor interés del principal relajarla, sobre todo, cuando es una obligación que nace de una relación contractual, no hay que olvidarlo, entre el principal y el administrador.

²⁹ El caso paradigmático es la regulación de Delaware que permite que las LLCs y las LPs pueden limitar e incluso eliminar los deberes de lealtad. En 2012, 85 de estas empresas salieron a bolsa, y ha seguido incrementando el número de año en año. Sobre el particular, M. MANESH, (2012, pp. 555 ss).

³⁰ FRANKEL (2011).

precisamente para gestionar su propiedad³¹. La razón es simple. Los deberes de lealtad son un mecanismo disciplinante muy potente, pero también muy costoso, y si no se ajustan bien, pueden salir caros en términos de oportunismo y excesiva litigación, desánimo de las partes a auto-protegerse contractualmente, o contradicciones con la voluntad contractual de las partes y, en último extremo, con el interés de las mismas.

Desde esta óptica, la existencia de relaciones de confianza en sentido amplio no es base suficiente para fundamentar deberes de lealtad en sentido estricto, es decir deberes de desinterés, de subordinación del interés personal. Hemos visto que se suele afirmar que los socios están sujetos a deberes de fidelidad frente a la sociedad y frente a sus consocios. Es más, es un lugar común entender que es un deber más fuerte o más intenso en las sociedades de personas. Pero el deber de lealtad fuerte o en sentido estricto nada tiene que ver con las relaciones personales, ni siquiera con las profesionales sometidas a deberes de confidencialidad como las habidas entre médico y paciente, o abogado y cliente, sino con relaciones fiduciarias y con asimetrías de información. Y los socios como tales no son partes de una relación fiduciaria. Son sólo dueños en común de una empresa, que es bien distinto. Estarán sujetos a deberes fiduciarios únicamente si tienen poder de control o de administración de la empresa en nombre de los socios sin poder de control o de administración. Por ejemplo, cuando el socio es administrador. En lo demás, qua socio, estará sometido al deber general de buena fe, que naturalmente moldea el ejercicio de los derechos, e incluso puede imponer deberes de conducta no explicitados en la ley o en el contrato.

b) La segunda reflexión tiene que ver con el carácter de "último recurso" de los deberes de lealtad. Es decir, dado que los deberes de lealtad imponen obligaciones costosas y estrictas de abnegación del interés personal, si los riesgos de la relación se pueden refrenar con otros mecanismos de *monitoring* o de *bonding*, el dispositivo de la lealtad queda relegado a un papel menor.

En relación con la sociedad existe una relación inversa entre gobierno corporativo - instrumentos societarios para proteger a los socios frente al poder de control- y deberes de lealtad³². Hay veces en que el único instrumento para dominar los riesgos de oportunismo en la relación fiduciaria o de gestión de patrimonios ajenos consiste en imponer un estándar rígido y riguroso de subordinación del interés particular, la regla "*no conflict, no profit*". Esto ocurre típicamente en los supuestos de centralización y especialización de la administración, cuyo máximo exponente es la sociedad cotizada, porque los socios carecen de instrumentos societarios sustitutivos de voz o de salida eficaces para poder controlar los conflictos de interés por parte del administrador, a causa de las fuertes asimetrías de información. No cabe otro remedio que imponer exigentes deberes de actuación a los administradores.

³¹ RIBSTEIN (2011, p. 857 ss).

³² RIBSTEIN (2005, pp. 209 ss).

En cambio, la situación es bien distinta cuando nos fijamos en los conflictos de intereses entre socios, que poco tienen que ver con los conflictos de se generan en las relaciones fiduciarias. La doctrina de los deberes de lealtad de los socios ha fructificado en el seno de las sociedades cerradas para combatir la inestabilidad y alta conflictividad de la relación. Se trata de relaciones en las que las partes están muy expuestas al oportunismo contractual y se busca apelar a los vínculos personales y a un compromiso privado o íntimo -la exigencia de fidelidad- para superar tales conflictos³³. Simplemente se trata de una manera más emotiva y persuasiva de apelar a la buena fe. Y aunque tiene su origen en las sociedades colectivas, es justamente en estas formas sociales donde la lealtad en sentido estricto tiene menos recorrido. Por de pronto, porque no se plantean en el caso regular o estándar relaciones fiduciarias entre socios (no hay separación alguna entre propiedad y control). Pero sobre todo, porque en estas estructuras sociales, la adopción de decisiones no se encomienda a un sistema de gobierno, sino que descansa en mecanismos de recontractación. Así, el entramado contractual de las sociedades de personas otorga a las partes extensos mecanismos tanto de voz -para empezar, todos los socios son en principio administradores y tienen derecho a reclamar extensa información sobre el negocio, con lo que las asimetrías son relativamente bajas, al menos de forma estructural- como de salida -la denuncia- para defenderse del oportunismo de sus consocios.

Por su parte, en las sociedades de capitales cerradas, sean limitadas o anónimas, la ley establece rígidos mecanismos de gobierno. Con todo, es práctica común que muchos de estos instrumentos de protección de los socios en la relación -tanto de voz como de salida- se pacten con detalle y pormenor en los acuerdos de socios³⁴. En consecuencia, las partes pueden elegir la manera de gobernar sus relaciones societarias como mejor les convenga. Lo que nos llevaría a la conclusión de que los socios no confían, con buen criterio, a los deberes y la responsabilidad el reducir su potencial conflictividad, si tienen a su disposición instrumentos más afinados para conseguirlo. Estas prácticas pueden analizarse en términos de selección eficiente entre reglas y estándares en el momento de contratar. Cuando los costes de transacción *ex ante* son menores que los costes de *enforcement ex post*, las partes preferirán negociar y diseñar reglas claras en lugar de ponerse en manos de estándares que dependen fuertemente de la decisión *ex post* que tome un tercero³⁵. En definitiva, cuanto más mecanismos de protección de los socios disponga el contrato social,

³³ La nomenclatura, lo que las palabras nos traen a la cabeza, están en la base de muchos prejuicios, y de asociaciones mentales, lo que sucede es que no siempre las expresamos. Por suerte KÜBLER, se ha atrevido a poner en palabras lo que muchos alemanes piensan, al decir que la categoría de los deberes de lealtad se vincula comúnmente a valores sociales y morales del orden feudal, v. *Gesellschaftsrecht*, 3 ed., (1991), § 6 II 2 c.

³⁴ De hecho, los pactos de socios representan el auténtico contrato de sociedad en la gran mayoría de sociedades de estas características, porque la (relativa, no total) imperatividad de nuestro derecho de sociedades, impide que una buena porción de la voluntad de las partes se traslade a los estatutos. Esta bifurcación entre contrato social "oficial" y "real" es uno de los grandes problema de las sociedades de capital cerradas en nuestro ordenamiento.

³⁵ SCOTT y TRIANTIS, (2006).

menos necesidad de imponer deberes de desinterés o de abnegación para frenar el oportunismo en el seno de la relación societaria³⁶.

Entonces, si los deberes de lealtad en sentido estricto o de control del poder de administración no son aplicables con carácter general a los socios, ¿a qué nos referimos cuando hablamos de deberes de lealtad entre socios? Claramente a otra cosa. En ésta, como en otras cuestiones, nos hemos dejado engañar por la nomenclatura. La lealtad –y qué decir de la fidelidad- nos transportan al terreno de las relaciones personales. Llamémoslo como lo llamemos, *se trata de concreciones del deber general de buena fe en la relación societaria que, conviene no olvidarlo, es una relación contractual*. Siempre que los distingamos de los deberes de abnegación y desinterés de las relaciones fiduciarias, no deberíamos perdernos en las palabras. No es importante cómo les llamemos -deberes de lealtad, o de buena fe, o prohibición del abuso del derecho-, sino determinar claramente qué función cumplen, para qué sirven y cómo se concretan caso por caso. A este respecto, conviene distinguir bien el deber de lealtad de los administradores y el que se predica de los socios.

a) Deberes de lealtad y deberes de buena fe

Tanto el deber de lealtad de los administradores como el deber de lealtad de los socios son estándares de conducta y, por consiguiente, instrumentos ideados para rebajar *los costes de transacción en el contrato de sociedad*, que es un caso paradigmático de contrato incompleto. Se trata de costes relacionados con la contratación, y que cobran mayor relevancia cuando a las partes les resulta muy costoso regular de antemano vicisitudes futuras. Para rebajar los costes de adoptar un acuerdo beneficioso para todos, se confía en buena parte a los llamados deberes de lealtad la solución de conflictos de intereses que acaecerán en el futuro. Desde una perspectiva funcional, en ambos casos tienen encomendada la misión de integrar el contrato y suplir las lagunas, pero representan distintas técnicas o modos de llevarlo a cabo³⁷.

En el caso de las relaciones fiduciarias, hemos visto que las asimetrías de información y los problemas de supervisión son muy altos, hasta el punto de que casi cualquier estrategia contractual para aminorarlos *ex ante* resulta en gran medida baladí. A fin de cuentas cuando se contrata la experiencia y los conocimientos de un tercero para tomar decisiones

³⁶ Esta es la clásica distinción entre reglas y estándares. Mientras que un estándar, como son los deberes de conducta, delega en el juez la determinación de qué conducta es permitida o prohibida (dentro de un cierto rango de conductas), la regla establece qué conducta es permitida de antemano, por lo que al juez sólo le incumbe aplicarla al caso concreto, KAPLOW (1992, 560-62).

³⁷ La perspectiva contractual entiende que tanto los deberes de lealtad como los de buena fe son marcos jurídicos para solucionar problemas de contratación, en vez de sistemas de imposición de rígidos estándares morales a las partes, EASTERBROOK y FISCHER (1993, 446). Estos autores entienden que entre los deberes de lealtad y los deberes de buena fe se establece un continuum. El trabajo con mayor influencia es el de AYRES y GERTNER, (1989). Los autores utilizan la distinción entre formas de integración contractuales "tailored" y "untailored", para distinguir la buena fe de los deberes fiduciarios. Ver también PARGENDLER (2008, 1315). Se argumenta que tanto los deberes fiduciarios como la buena fe representan métodos de integración del contrato de distinto calibre y metodología.

sobre patrimonios ajenos, no hay mucho que se pueda poner por escrito de antemano³⁸. Por eso es sensato que este tipo o categoría de relación lleven "de serie" los deberes de lealtad -es decir, no es preciso que se expliciten contractualmente³⁹- y que se fije el estándar de conducta del fiduciario en el más alto nivel -en términos de subordinación del interés personal-. En suma, los deberes de lealtad de los administradores hacen referencia a un estándar amplio y generalista, idóneo para adecuarse a la mayoría de los casos en los que hay una relación de estas características, que comparten un alto grado de homogeneidad. De hecho, como hemos visto, el estándar general de lealtad suele estar concretado o ejemplificado a través de reglas, como sucede en el caso de los administradores de una sociedad de capital. Con todo, como se ha explicado anteriormente, al ser en teoría y en buena lógica dispositivo (aunque recordemos que el legislador español declara la imperatividad del deber de lealtad ex. art. 230.1 LSC), las partes pueden hacer *opt out* de forma expresa y explícita si no se ajusta a sus circunstancias.

En cambio, en el caso regular de los deberes de lealtad referidos a los socios, las asimetrías de información de la relación societaria no son tan elevadas que prevengan a las partes contractualizar su relación como estimen oportuno. No hay, por consiguiente, necesidad de establecer un deber de conducta rígido y general sobre las espaldas de los socios independiente o aislado de los términos del contrato⁴⁰. Aquí, como en cualquier otro contrato, las lagunas del contrato deben integrarse en atención al caso concreto, mediante el juicio hipotético de cuál hubiera sido la voluntad de las partes, deducido, naturalmente, en lo que sabemos efectivamente han contratado. Este método de integración del contrato -que se corresponde con la doctrina de la buena fe- busca prevenir que una de las partes se aproveche de las posibles lagunas para frustrar el propósito común del contrato. Pero en cada caso, el deber del socio se definirá a través de una "cláusula" adicional, que siendo necesaria para alcanzar el fin común definido en los términos del contrato, no se incluyó de manera expresa debido a los costes de transacción y a la falta de previsión de los contratantes⁴¹. Es decir, la función de integración es contextual y está sujeta a la voluntad contractual: los jueces no deben utilizar la cláusula de buena fe para revisar negocios que consideran "injustos" o inadecuados, o para reformular los acuerdos de las partes. Adicionalmente, y como corolario a la función de suplir las lagunas del contrato, la cláusula de buena fe absolutamente prohíbe la mala fe, es decir, aprovecharse maliciosamente de la otra parte. En este sentido, la exigencia de ser honestos y cumplir el contrato conforme a la buena fe representa el aspecto categórico de la cláusula, y se aplica "de serie" en todos los contratos, incluido el de sociedad.

³⁸ EASTERBROOK y FISCHER, (1993).

³⁹ BUTLER y RIBSTEIN, (1990). Salvo que se diga expresamente otra cosa, el estándar es vinculante entre las partes como si se tratara de una cláusula expresa.

⁴⁰ La doctrina alemana entiende, sin embargo, justo lo contrario. Se repite que el derecho de sociedades contiene verdaderos deberes de lealtad, que en efecto sirven para integrar los contratos incompletos, y que van más allá de las obligaciones de buena fe contractuales, SPANNENBERG, (§53 a, marginal 43, p. 553).

⁴¹ Desde esta perspectiva, la cláusula de buena fe no es una regla inmutable, sino más bien un mecanismo de integración de los contratos, AYRES y GERTNER, (1989, 87).

Con todo, como la negociación efectiva es superior a la hipotética, la intervención de los jueces creando nuevas obligaciones a los socios debe ser prudente, o restringida a los supuestos en los que la voluntad expresa de las partes permita adivinar sin riesgos la conducta debida por parte del socio oportunista. El objetivo no es, pues, suministrar reglas mayoritarias o generalistas -es decir, las reglas que la mayoría de las partes se hubieran dado-, sino justamente lo contrario, de lo que se trata es de dar los incentivos a las partes para que en la medida de lo posible, revelen información y alcancen su acuerdo preferido *ex ante*, porque las partes están en condiciones de hacerlo de forma más barata y certera que los jueces⁴².

El caso paradigmático quizás sea el de las operaciones de saneamiento de la sociedad en riesgo de insolvencia, que es el supuesto estrella de aplicación de los deberes de lealtad de los socios minoritarios. Los ordenamientos de nuestro entorno suelen otorgar a la minoría el poder de bloqueo de las operaciones de refinanciación, justamente porque podrían ser potencialmente expropiatorias del socio de control. Naturalmente, la regla no garantiza que se pueda alcanzar el acuerdo eficiente, sobre todo si las asimetrías de información son muy amplias y hay claras disparidades entre el valor de liquidación y el valor de la empresa en funcionamiento. Con todo, los riesgos de ineficiencia del acuerdo no justifican que se deje la decisión en manos del juez a través del expediente de los deberes de lealtad de los socios, que por mucho que se intenten sistematizar⁴³, sirven para permitir la intervención del juez en casos de conflicto entre socios. Si la norma otorga a los socios minoritarios capacidad de bloqueo, será para que la puedan ejercitar, y no para que la decisión la acabe tomando un juez. Más bien debería interpretarse como un acicate para que los socios desvelen sus intenciones y pacten un compromiso que les permita escapar de la solución legal que ninguno quiere *ex ante*, seguramente a cambio de otros arreglos en el marco del pacto de socios. Tan es así, que una de las cláusulas típicas y más extendidas de los acuerdos de socios en sociedades cerradas es la que se refiere a las aportaciones de fondos por los socios a la sociedad "in distress". Entonces, pudiendo las partes haber contratado y no habiéndolo hecho, se exponen a la aplicación a rajatabla de la norma legal.

La conclusión a la que llegamos hasta el momento es que *tanto la doctrina de la buena fe como la de los deberes fiduciarios o de lealtad sirven para solucionar auténticos problemas de contratación entre las partes, que es distinto a que el legislador o los jueces impongan de manera inexorable y mecánicamente a las partes el régimen que consideren debido o apropiado*. Dicho esto, el estándar de actuación exigido a los socios es distinto del estándar de actuación exigido al

⁴² AYRES y GERTNER, (1989, 91-92). Estos autores argumentan que el modelo de la hipotética voluntad de las partes no es el único sistema de integración eficiente. En algunos casos la regla dispositiva más eficiente es la que impone a las partes unos términos que no quieren -la llamada *penalty default*-, justamente para darles incentivos a revelar información y contratar otra cosa. Con todo, también hay voces en contra, Eric Posner, *There Are No Penalty Default Rules in Contract Law*, 33 Fla. St. U. L. Rev. 563 (2006), quien considera que en la práctica no se encuentran ejemplos o evidencias de *penalty default rules* que solucionen el problema de asimetría identificado por Ayres y Gertner.

⁴³ SEIBT, (2014, pp. 1909-1916).

administrador, simplemente porque en el caso regular los socios no mantienen entre sí una relación fiduciaria, ni tienen acceso a los activos de la sociedad, que están compartidos con los otros socios⁴⁴. Como regla general, los socios pueden ejercitar libremente sus derechos sociales atendiendo a sus intereses particulares, en vez de los intereses de la sociedad o de los otros socios. La única limitación -en ésta, como en el resto de las relaciones contractuales- es que su *conducta debe ajustarse al contrato interpretado a la luz de las exigencias de la buena fe*. Es decir, la doctrina de la buena fe proporciona un método ajustado a cada caso particular de integración del contrato, con el propósito de evitar que las partes se valgan de la laguna contractual para echarse atrás del acuerdo.

Sentado lo anterior, el siguiente paso a dar es tratar de racionalizar y sistematizar qué entendemos en el acervo común por lealtad de los socios. Se trataría de descifrar cuál es la función y el contenido del comportamiento exigible no explicitados en el contrato. A mi juicio, la integración *ex post* habría de servir, en su caso, para dar los incentivos correctos para optimizar *ex ante* las inversiones de los socios en la sociedad. Podríamos convenir que a través de los llamados deberes de fidelidad de los socios se expresan y concretan dos reglas que, hipotéticamente, están en la base de la relación: *la obligación de maximizar la ganancia común, y la prohibición de expropiar*⁴⁵. La primera condensa la idea de que los socios tienen que cumplir con las exigencias de la relación común que subyace en el contrato de sociedad. En este sentido, los derechos de los socios se modulan a la luz del fin común: el interés de la sociedad -esto es, el interés conjunto de los socios- limita el ámbito del ejercicio de los derechos individualmente asignados a los socios en el contrato. Se trata de un mandato de cooperación. Entre nosotros, una formulación exitosa de su significado se recoge a través de la conocida máxima de “la prohibición de obtener ventajas propias a costa del sacrificio de la sociedad”. En positivo, impone a los socios un deber de cuidado o

⁴⁴ La doctrina alemana, que de nuestro entorno, es la más experimentada en estas lides, distingue radicalmente los dos ámbitos de lealtad, la de los socios y la de los administradores. Argumentan que la naturaleza de la lealtad es distinta porque los administradores tienen una relación fiduciaria con la sociedad -por lo que están en todo caso obligados a subordinar sus intereses particulares a los intereses sociales- mientras que los socios no. La doctrina alemana gusta decir que la lealtad de los administradores y la lealtad de los socios solo tienen de común el nombre: v. WIEDEMANN y HEINSIUS, (1991, p. 950); LUTTER, (1998, p. 176). Con todo, un planteamiento tan dogmático no les deja ver que los deberes de lealtad de los socios mayoritarios son un instrumento muy eficaz de gobierno corporativo en las sociedades de fuerte concentración accionarial: v. RÖHRICHT, (2003, p. 515).

⁴⁵ En el texto se ha optado por diferenciar funcionalmente los deberes de lealtad. La perspectiva tradicional de la doctrina alemana, que es la que se ha interesado en estudiar estas cuestiones, es otra. Suele diferenciar el contenido de los deberes de lealtad en función de un criterio subjetivo, según la deslealtad afecte a la sociedad o a los socios. Esta distinción, ya clásica y que sigue vertebrando los estudios sobre la cuestión (v., por ejemplo, HENZE y NOT, §53a, marginales 20-21, pp. 103-104) tiene su origen en la evolución histórica de la materia. El estudio de los deberes de lealtad se inició en el seno de las sociedades de personas, que en Alemania se configuraban dogmáticamente como comunidades de trabajo en torno a un fin común, pero las relaciones de los socios entre sí se arbitran al margen de la sociedad, como relaciones obligatorias. Esto explica que los primeros trabajos al respecto focalizaran los deberes de lealtad en el ámbito de la relación comunitaria de los socios, en tanto deber de someter los intereses privados a los comunes. Los deberes de lealtad en el ámbito personal, referidos a los consocios eran desconocidos. Esta perspectiva cambió en la medida en que se fueron reconociendo deberes de lealtad en las sociedades de capitales, en particular de la mayoría respecto a la minoría, pero también al revés. Aquí, el objeto de la lealtad no es en primera instancia la sociedad, sino los demás socios.

de consideración de los intereses ajenos. En este sentido, es un instrumento para evitar las externalidades.

La segunda –la prohibición de expropiación– se fija ante todo en las relaciones de los socios entre sí. Su cometido es evitar que los socios utilicen su posición de poder en la sociedad en un momento dado para atribuirse derechos que no les corresponden en detrimento de sus consocios. Naturalmente, el socio desleal puede detraer en su beneficio fondos comunes o sociales –cuyo perjuicio repercutirá directamente en los socios–, pero también puede obtener ventajas particulares sin lesionar a la sociedad, pero a costa de la riqueza del resto de los socios –por lo general, de los minoritarios–. Los deberes de lealtad así configurados tratan de poner coto a la expropiación. En el fondo, se altera la regla consensuada de distribución de beneficios si unos socios, por razón de la posición que ocupan, acaparan rentas que naturalmente pertenecerían a otros socios.

Esto, creo, es lo que comúnmente llamamos deberes de lealtad referidos a los socios. Como veremos a continuación, se recurre a los estándares de conducta de los socios para reforzar las obligaciones de cooperación no formuladas en el contrato en el caso de las sociedades de personas, porque los socios tienen especificados en el contrato fuertes derechos anti-expropiación para proteger sus propias inversiones. En cambio, en las sociedades de capital las obligaciones de los socios frente a la sociedad están bien delimitadas, y la sociedad tiene una estructura de gobierno suficiente para distinguirse de la actividad de los socios. Sin embargo, la institucionalización de la sociedad deja a los socios sin mecanismos individuales para proteger su inversión frente al oportunismo, y los estándares de conducta podrían cubrir ese déficit de protección.

¿Han servido los deberes de lealtad para tales fines? La experiencia demuestra que la utilización de cláusulas de integración del interés social para integrar las lagunas y reajustar el contenido obligatorio no explicitado en el contrato ha sido con demasiada frecuencia defectuosa. Se detectan dos tipos de problemas. En primer lugar, *el riesgo de error por parte del juez es demasiado alto para confiarse a su criterio*. Por eso, los socios no pueden contar con que la articulación del reparto justo entre socios se consiguiera a través de una cláusula de integración, como el interés social u otra similar. De lo que se deduce que el margen de actuación de la integración *ex post* ha de ser necesariamente muy reducido, y siempre en conexión con los pactos expresados en el contrato. La razón es simple: Los socios preferirán contratar, y que sean sus pactos los que concreten y determinen sus compromisos, en vez de otorgarse una cláusula abierta que deje que un tercero lo haga por ellos.

El otro problema ha sido la *excesiva injerencia de los jueces en las relaciones societarias por mor de preservar la relación comunitaria*. Por de pronto, el deber de cumplir el contrato conforme a los dictados de la buena fe no impone deberes sustantivos de los socios como tales y de manera aislada de lo pactado expresamente en el contrato. La cláusula de la buena fe o del interés social no ampara a los jueces para entrometerse en las relaciones de los particulares y reasignar los riesgos del contrato. Sin embargo, la experiencia atestigua que los tribunales

se han valido injustificadamente de los deberes de lealtad de los socios para imponerles conductas "de serie", en ocasiones incluso en contradicción con los pactos particulares adoptados por las partes⁴⁶. Estas actuaciones dan muestra del bajo respeto y consideración por la libertad contractual de las partes de un contrato de sociedad. Además, los tribunales han favorecido la expansión de los deberes de lealtad de los socios frente a la sociedad allí dónde son menos forzosos -y más discutibles-, en sociedades cerradas de capital. Mientras que dónde era necesaria la definición de deberes entre socios para frenar la expropiación del socio de control, particularmente en lo que respecta al socio de control en sociedades cotizadas, poco se ha avanzado. Sobre estas cuestiones reflexionaremos más en detalle a continuación.

b) El oportunismo de los socios: *free riding* y expropiación

Se ha podido comprobar hasta el momento que la aproximación a la materia de los deberes de fidelidad o de lealtad de los socios está dominada por la confusión. La tesis estándar determina que el contenido de los deberes de lealtad de los socios -entendidos en sentido estricto- se aplican "de serie", es decir de manera abstracta y desvinculada del contrato, y se gradúa en función del tipo social, con mayor intensidad en las sociedades de estructura personalista y con menor intensidad en las sociedades de estructura corporativa. En el apartado anterior se ha explicado que al no ser la relación entre socios de carácter fiduciario, no tiene cabida la aplicación de estrictos deberes generales de subordinación del interés personal a los socios. Dado que los problemas de información asimétrica son bajos y manejables, la solución a los problemas de oportunismo y de conflictos entre socios debería confiarse a la contratación en vez de a la aplicación de cláusulas de integración *ex post* al margen del contrato.

Ahora lo que toca es tratar de racionalizar y sistematizar la función y el contenido de los deberes de los socios. Pensemos por un momento que la estrategia de los deberes de lealtad de los socios es funcional y deseable -que, por otra parte, parece ser la perspectiva dominante. La determinación de su contenido en función de la distinción tipológica y la distinta "intensidad" se antoja poco fiable. En cambio, parecería más adecuado entender que los deberes de lealtad de los socios son contenido obligatorio de todo contrato de sociedad, cuyo cometido es garantizar la eficiencia de las inversiones. Siguiendo esta lógica, el *modus operandi* se basa en modular o corregir *ex post* las disfunciones que impiden que los socios estén dispuestos a invertir eficientemente *ex ante* en la sociedad. Lo que sucede es que su articulación responde a parámetros distintos en las sociedades de estructura personalista y en las de estructura corporativa. Sobre todo, porque la naturaleza de la inversión del socio es distinta en cada caso. De ahí que la configuración de los derechos de los socios -que son los mecanismos de que disponen para proteger su inversión- no sea unívoca, se delimita en función de la estructura societaria. En consecuencia, los llamados deberes de lealtad de los socios tendrían encomendada, en su caso, la tarea de minimizar el oportunismo contractual de los socios en ambos casos: en las

⁴⁶ Entre nosotros, el análisis más interesante lo aporta CARRASCO, (2013, pp. 127-150).

sociedades de personas se trataría de sujetar o disciplinar el poder de negociación de los socios *ex post* en favor del interés común, mientras que en las sociedades de capitales el objetivo es el contrario, fortalecer el poder de negociación de los socios "débiles" -que carecen de instrumentos para proteger de manera eficaz su inversión- frente a los socios "fuertes". Utilizaré a continuación los arquetipos generales de las sociedades de estructura personalista y de estructura corporativa para ejemplificar estas ideas.

a) En las *sociedades de personas* la inversión de cada socio es con frecuencia vital para el desarrollo de la empresa en común y se caracteriza porque es continua en el tiempo y difícil de delimitar o definir. En efecto, a menudo los socios se involucran no sólo económicamente, sino personalmente en la consecución del fin común. Se trata de "comunidades de trabajo", sociedades en las que la aportación de los socios es más idiosincrática: los socios invierten no sólo su capital, sino su esfuerzo personal, su trabajo, su talento para la gestión. También es más específica en sentido económico -vale más dentro de la relación que fuera de la misma-, por lo que se multiplica el riesgo de *hold-up*. Como cada socio es difícil de sustituir una vez establecida la relación, el poder de negociación individual *ex post* es muy alto, y es necesario mitigar tales riesgos incentivando la colaboración y cooperación en la inversión colectiva. En estas sociedades, *el mayor riesgo de incumplimiento se plantea en el ámbito de la relación comunitaria*, porque se produce una confusión entre los intereses particulares y los intereses comunes.

Hay típicamente dos tipos de conducta desleal o incumplidora, que se trata de aplacar a través de la interpretación del contrato conforme a la buena fe. Por un lado, los socios desleales tienen incentivos para comportarse estratégicamente, y hacer que parte de sus cargas recaigan sobre los otros socios. Como, por definición, la satisfacción del interés individual se logra a través de la promoción del fin común, los socios cumplidores tenderán a aportar al grupo más de lo que les correspondería. En otro caso, si el incumplimiento de unos no se suple con el sobrecumplimiento de los otros, se perjudicará a la sociedad. Este tipo de conductas se combaten a través de obligaciones activas de los socios⁴⁷. Por otro lado, existe el riesgo de que los socios, no sólo no hagan todo lo que esté en sus manos para maximizar el bienestar común -que es lo que se pretende con la promoción del fin común-, sino que la prosecución activa de sus intereses privados lesione el interés común, a la sociedad. Lo que se pretende es limitar el *bargaining power* del socio

⁴⁷ La doctrina alemana sistematiza los deberes de lealtad en función de que fundamenten obligaciones de hacer de los socios o límites al ejercicio de los derechos. Siempre bajo la óptica del fin común. No obstante, nótese que el terreno más fructífero ha sido el de las sociedades de capitales cerradas. Típicamente, se catalogan entre las obligaciones positivas la asistencia en la sanación de los impedimentos de la escritura fundacional -en especial si afectan a la valoración defectuosa de las aportaciones no dinerarias-, o colaborar activamente en los planes de saneamiento o de reestructuración, prestando el voto para que la operación tenga éxito, (v., por todos, HENZE y NOT, §53 a, marginales 81-86, pp. 135-138). No es de extrañar que tales obligaciones se reconocieran jurisprudencialmente en sede de sociedades personalistas, o limitadas, y que luego se predicara para las sociedades anónimas, curiosamente mediante la sentencia del caso Girmes, que obliga a los minoritarios a cooperar en el saneamiento de la empresa, en vez de chantajearla con la amenaza de negarse a votar en favor de un acuerdo. En contraste, el derecho americano entiende que las obligaciones de los socios han de interpretarse conforme a la buena fe contractual, y no tienen obligación de proteger a la empresa de sufrir daños, como el de insolvencia, o inhibirse del ejercicio de derechos contractuales, aunque perjudiquen a la sociedad: v. RIBSTEIN (2005, pp. 241-243).

desleal, con el fin de evitar que los socios se asignen de forma oportunista parte del excedente que no les corresponderían. La solución en este caso pasa por subordinar los intereses o los derechos privados a los intereses comunes. O, en otras palabras, estas conductas se reprimen a través de obligaciones pasivas, de limitaciones al ejercicio de los derechos⁴⁸. El ejemplo paradigmático es la prohibición de hacer competencia a la sociedad.

Es fácil percatarse que en las situaciones antes descritas lo que se combate es la *externalización de costes del socio desleal a la sociedad*. Esta es la principal función que desempeñan los llamados deberes de lealtad de los socios en las sociedades personalistas. La otra vertiente funcional -la anti-expropiatoria- se confía en estos tipos sociales a otros instrumentos, que podríamos llamar de gobierno corporativo. En efecto, la protección de los derechos contractuales de los socios se garantiza mediante mecanismos de voz -la regla de la unanimidad-⁴⁹ y de salida -la denuncia-. La regla de la unanimidad, en tanto regla de propiedad, provee a los socios de una herramienta muy poderosa para impedir que la esfera de lo común invada la esfera personal⁵⁰. Basta no consentir para que se obstaculice cualquier política de reasignación o de reformulación de los derechos atribuidos en el contrato fundacional. Es un mecanismo de defensa frente a la expropiación de primer orden: el consentimiento es la herramienta contractual típica para garantizar la protección de los derechos, en nuestro caso, de los asignados en el contrato de sociedad. Por su lado, la denuncia es un derecho potestativo que facilita la salida del socio a través de la disolución de la aventura en común. Y como la amenaza es creíble y muy costosa, disciplina a los demás socios frente al riesgo de oportunismo y de *hold-up*⁵¹. Ahora bien, la protección contractual frente al oportunismo de los demás socios es a costa de introducir en el pacto social fuertes dosis de inestabilidad de la organización. En las sociedades de personas, por lo tanto, se renuncia a fórmulas de flexibilidad y de adaptabilidad del contrato a cambio de una clara asignación y de un sistema de protección real de los derechos de los socios. Eso sí, modulado su ejercicio conforme a la buena fe contractual.

b) En las sociedades de estructura corporativa la inversión del socio es bien distinta: su única contribución es *ex ante*, y en forma de capital, por lo que una vez efectuada, carece de poder de negociación, porque al ser su contribución fungible pueden ser fácilmente

⁴⁸ El control en el ejercicio de los derechos tiene su campo de acción más característico en los derechos de administración, y en las sociedades de capital, en el derecho de voto. La máxima que se sigue para limitar el derecho de voto es someterlo al siguiente control: opera la limitación cuando hay un solo acuerdo social que conduzca al bienestar social, mientras que cualquier otra decisión conlleva dañar a la sociedad o poner en peligro el fin social [v. HENZE y NOT, (2003, §53 a, marginal 58, p. 125)]. Nótese que las obligaciones de hacer y las de control o de represión en materia de voto representan las dos caras de una misma moneda: con frecuencia el contemplar el interés de la sociedad a la hora de entregar el voto -y, consiguientemente anteponerlo al interés privado- determina la obligación de votar en un determinado sentido.

⁴⁹ Las ineficiencias de la regla de la unanimidad son de sobra conocidas. La más grave, es que da a cada socio el poder para bloquear acuerdos eficientes, y lo que es peor, para chantajear al resto poniendo precio a su veto.

⁵⁰ Sobre el concepto de regla de propiedad, v. CALABRESI y MELAMED, (1972, pp. 1089 y ss).

⁵¹BLAIR, (2003, pp. 412-413). El poder de cualquier socio de disolver la sociedad muestra la fragilidad de la empresa y el riesgo de perder activos específicos.

sustituídos unos socios por otros. En estas sociedades, y no digamos ya en las sociedades cotizadas, el papel individual del socio cede el protagonismo a la organización. En este contexto, el riesgo de *free riding* y de *hold-up* de los socios es bajo, porque está minimizado por una mayor institucionalización de la estructura societaria. La prosecución del fin común no se encomienda a la actividad que puedan llevar a cabo las personas individuales de los socios, sino que se deposita en la actuación de los órganos sociales. *La especialización de funciones, característica de estos tipos sociales deja poco espacio a actuaciones oportunistas de los socios en relación con la promoción del fin común.* Ahora quienes están comprometidos con la consecución del interés social son los administradores y no los socios.

Si bien se mira, parte de las conductas típicas que se pretenden evitar en las sociedades de personas a través de los deberes de fidelidad de los socios caen dentro del ámbito de actuación de los administradores en las sociedades de capitales. Así, por ejemplo, buena parte de los comportamientos descritos anteriormente en relación con los socios fundamentan en sede de entes corporativos deberes de diligencia o de cuidado por parte de los administradores. Y otros, como las conductas dolosas que producen un beneficio particular al socio a costa de un perjuicio a la sociedad, se ordenan en el plano de los deberes de lealtad de los administradores. Desde esta perspectiva se aprecia con claridad que el deber de no competencia es esencialmente un deber de lealtad de los administradores sociales, y no de los socios, porque tiene que ver con la relación que liga al administrador con la sociedad, con el ámbito de la gestión⁵². En las sociedades de personas se atribuye a los socios debido a la falta de especialización de las tareas de administración – la regla supletoria establece que todos los socios son administradores-.

En cambio, los deberes de lealtad de los socios cumplirían una función acaso inestimable como instrumento anti-expropiatorio. En las sociedades de estructura corporativa el contenido preciso de los derechos de los socios no está asignado individualmente en el contrato social. Su determinación se deja a las decisiones comunes de los socios tomadas en junta general. El objetivo es dotar a la organización de mayor estabilidad. Como contrapartida, el riesgo de este diseño contractual lo constituye la regla de la mayoría. Se trata de una regla racional y eficiente, pero tiene el inconveniente de dejar en manos de la mayoría la garantía y eficacia de los derechos de todos los socios. En tal situación –que es similar a la posición de un garante de intereses ajenos-, la mayoría tiene incentivos para reasignar derechos a su favor, tomando decisiones que alteren *ex post* el reparto que sería óptimo y eficiente *ex ante*.

¿Significa esto que los deberes de lealtad así determinados son un remedio fiable para articular el reparto justo entre socios y reducir sus conflictos de interés? La respuesta es negativa. La experiencia nos demuestra que los deberes de lealtad son un mala herramienta para solucionar, con carácter general y de manera extensiva, los conflictos entre socios de las sociedades cerradas, incluidos los de mayoría-minoría. Aún y cuando los deberes de

⁵² La razón de ser de la prohibición de competencia se basa en el especial peligro que entraña para la sociedad la competencia de su administrador, porque está en condiciones de arruinar a la sociedad, para un apunte, v. PORTELLANO, (1996, p. 32).

lealtad estuvieran bien calibrados, que no es el caso, la lógica expuesta en este apartado debería servir más para reforzar la contratación *ex ante* que la integración *ex post*. En efecto, como en cualquier contrato, una de las cuestiones determinantes del diseño del contrato de sociedad es cómo se reparte el excedente de la cooperación contractual y qué mecanismos deben arbitrarse para reducir el oportunismo *ex post*. Conviene recordar que si existe el riesgo de que alguna de las partes pudiera reasignarse una parte desproporcionada del excedente *ex post*, se reducirían los incentivos de inversión *ex ante*. Desde esta óptica, ninguna de las partes debería confiar (y si confía es problema suyo) *ex ante* que la articulación del reparto justo entre socios se conseguiría por una cláusula de interés social o similar. Entonces, las partes tienen los incentivos suficientes para internalizar el problema mediante una regla contractual que evite la expropiación de cada cual. Y lo que es aún más importante, específicamente diseñada para su relación.

Las relaciones entre los socios es prolija e idiosincrática en diferentes arreglos sociales: no es lo mismo un grupo que una *joint venture*; una sociedad familiar que una sociedad con socios puramente financieros. Naturalmente, los socios tienen la obligación de cumplir el contrato y no pueden apropiarse de bienes empresariales en su propio provecho. Pero fuera de los casos más evidentes o groseros, el juez no debería poder resolver ulteriores conflictos si los propios socios no se han preocupado de hacerlo. La protección más adecuada de los minoritarios de las sociedades cerradas es que pacten cortapisas a la actuación de los socios mayoritarios *ex ante* -es decir, que se protejan cuando pueden hacerlo a coste moderado y de manera precisa, esto es, cuando se les está pidiendo su dinero-. De hecho, los acuerdos de socios al uso están repletos de pactos de esta índole, que van desde la regulación de los cambios de control, o de las operaciones vinculadas, a reglas específicas de mayoría reforzadas o unanimidad para adoptar determinadas decisiones. En el momento de contratar, los minoritarios han de calibrar o calcular los beneficios que les proporciona entrar en sociedad con el mayoritario en relación con sus costes, y está en su interés optimizar tal relación o rehusar contratar. Por lo tanto, en las sociedades de capital cerradas o no cotizadas, si los socios no se han tomado la molestia de proteger su inversión contractualmente *ex ante*, no tiene mucho sentido que, llegado el caso, pidan al juez que les suplante e integre el contrato *ex post* con deberes de lealtad "de serie". Es más, se alentaría el oportunismo, que es justamente lo que se trata de reprimir. Piénsese, por ejemplo, que un socio haya consentido desde el inicio ser minoritario en un grupo de sociedades bajo un régimen ordinario de mayorías, y pasados los años, denuncia el comportamiento desleal del socio mayoritario respecto a una transacción en particular, cuando probablemente se haya beneficiado de la pertenencia al grupo en otras muchas ocasiones.

Cuestión bien distinta a mi juicio son los socios externos de una sociedad cotizada -que carecen de poder de contratación *ex ante* y sufren fuertes asimetrías de información-. Estos inversores tienen una situación mucho más vulnerable frente a los socios de control, que a pesar de ser socios, al tener el control o el poder de decisión de la sociedad, actúan como una suerte de *inside manager*. Entonces, un poder semejante para decidir sobre lo propio y también sobre lo ajeno sólo puede nivelarse articulando deberes de lealtad, esta vez sí en

sentido estricto o "de serie", que obliguen a los socios de control a respetar los derechos contractuales de sus consocios. Sobre esta cuestión volveremos más adelante (v. *supra*. III).

c) La doctrina de los deberes de lealtad de los socios a examen

Una vez abordada la racionalización y funcionalidad de los deberes de lealtad, estamos en condiciones de aperebirnos de las *insatisfacciones de la dogmática al uso*. Se pueden formular dos líneas de reproche: una primera que analiza las inconsistencias de la doctrina, y una segunda que valora el impacto que tiene en el derecho societario. El propósito de este apartado es poner en evidencia que los defectos de la doctrina tradicional -que ha concebido los deberes de lealtad de los socios a través de la cláusula del interés social como parte del engranaje societario y mecánico para promover el fin común- han agravado considerablemente los riesgos de la intervención rectificadora del contrato por parte de los jueces a través de deberes impuestos "de serie".

1. El reproche común a la doctrina tradicional es que peca de formalista: su análisis se construye en torno a la tipología social -que es una especie de religión entre muchos mercantilistas- en vez de atender a la estructura económica de las sociedades, es decir, a su gobierno corporativo y a sus conflictos de intereses. Esto es así porque la doctrina de los deberes de lealtad de los socios se elabora sobre el modelo estructural de las sociedades de personas y sus postulados están muy enraizados en las claves de estos tipos sociales. La evolución de la materia ha estado marcada por la necesidad de abrir su aplicación a otras formas sociales. El reparo, como se señaló en su momento, es que no parece de recibo que en caso de cambio de forma social mediante transformación, el socio colectivo que ingresa en una anónima o en una limitada deje sus deberes de lealtad colgando del guardarropa a la entrada⁵³. Pero conviene reparar en que el reproche inicial sigue vigente: el planteamiento de fondo nunca se abandona del todo, las directrices que vertebran la materia no se revisan, simplemente se relaja el formalismo para que cubra el espectro de los entes corporativos.

Estas reflexiones se comprenden con facilidad a la luz de los postulados tradicionales en materia de régimen jurídico de los socios en sede de sociedades personalistas. Las sociedades de personas son muy contractuales. Si se prefiere, poco institucionales. Por eso se ha entendido la condición de socio en términos de relación jurídica en vez de en términos de derecho subjetivo: la parte de socio sería una posición contractual con sus correspondientes derechos y obligaciones frente a las contrapartes⁵⁴. Esta concepción tiene su reflejo en la doctrina de los deberes de lealtad de los socios. Los deberes de lealtad se

⁵³ La frase feliz se la debemos a WIEDEMANN, (1974, pp. 561 ss, en p. 569).

⁵⁴ v. por todos, J. GIRON, (1975, pp. 285-286). Esta perspectiva está más arraigada en Alemania, que es de donde procede, debido a que su estructura societaria se somete a las reglas de la comunidad germánica. Y aunque tanto entre nosotros [v. PAZ-ARES (1993, pp. 1327-1329)] como en la doctrina alemana se ha relajado esta consideración puramente obligacional y no societaria de los socios en la sociedad, la dogmática de fondo persiste en gran medida.

proyectan en la doble dimensión comunitaria –la del socio frente a la sociedad-, e individual o privada –la del socio frente a sus consocios. Para evidenciarlo se suele evocar la imagen de la rueda de una bicicleta, en la que los radios conectan al socio con el fin común, y el círculo de la rueda a los socios entre sí. La primera relación sería societaria, la segunda obligacional. De este planteamiento se extraen dos consecuencias. *La primera es que los deberes de lealtad son prioritarios en relación con la sociedad –con la promoción del fin social-, que es la razón por la que los socios se han asociado.* Esta visión se refuerza si además tenemos presente que las sociedades de personas sustentan comunidades de trabajo, con frecuencia el medio de vida de los socios. Por eso, es prioritario que la lealtad se disponga para rebajar los costes de la relación comunitaria, el riesgo de estar a expensas unos de los otros. *La segunda consecuencia es admitir –aunque en un plano accesorio- los deberes de lealtad frente a los consocios: en el ámbito interno se configuran las relaciones de una persona con otra persona, y es evidente que tal relación jurídica genera la obligación de no dañar a los otros en su esfera personal.* Visto así, no es de extrañar que se utilizara el argumento de la confianza para fundamentar nuevas obligaciones jurídicas no especificadas en el contrato.

La crisis del modelo surge –como se ha adelantado- cuando se trata de trasladar a otros tipos sociales. Claramente, no encaja con ellos. La objeción es dogmática: en las sociedades más organizadas –en su lenguaje: con personalidad jurídica- la condición de socio se define sobre otras bases: los derechos derivados del contrato social no están disgregados, no pertenecen a cada socio por la posición contractual que ocupan, sino que se produce una unificación subjetiva de las relaciones jurídicas sociales en cabeza de la sociedad⁵⁵. Este enfoque amplificado de la estructura corporativa les lleva a negar las relaciones obligacionales entre los socios y consiguientemente, derechos de lealtad entre ellos. O dicho con otros términos, la vertiente organizativa del contrato absorbe la obligacional (cuando es evidente que el contrato social funda vínculos obligatorios entre los socios)⁵⁶. En el fondo se piensa que en una sociedad en la que los socios disfrutan de responsabilidad limitada y de una vía franca de salida mediante la venta de las acciones no cabe fundamentar relaciones entre los socios, porque no se necesitan entre sí⁵⁷. Esto es exacto, al menos desde la perspectiva de la interdependencia personal de los socios en las sociedades personalistas. Sólo que pasan por alto que la cooperación en este contexto debe entenderse en clave distributiva –sin olvidar, claro está, que los beneficios privados repercuten en la salida del socio de los tipos corporativos haciéndola costosa en términos económicos.- La

⁵⁵ Una aproximación sobre bases estrictamente dogmáticas del problema –y que suena un tanto mecanicista-, pero que nos ayuda a entender algunas claves, lo realiza PASCHKE (1991, pp. 315-321).

⁵⁶ Esta ha sido la postura tradicional de la doctrina alemana hasta la sentencia Linotype (1988) (v. BGHZ 103, 184 ss, disponible en NJW (1988), p. 1579), v. por todos, A. HUECK, (1947, pp. 14-15); FLUME (1983, pp. 268 ss). Entonces, el Tribunal Supremo alemán reconoce que la estructura corporativa de la AG había sido sobrevalorada, y que existe una relación entre accionistas de carácter especial (*Sonderverbindung*) que permite fundamentar deberes de lealtad entre ellos. Ya antes se habían alzado voces a favor de reconocer que existe relación entre los accionistas, v. ZÖLLNER, (1963, p. 350); IMMENGA (1970, p. 271). Actualmente es la tesis mayoritaria. Hay, no obstante, excepciones, v. K. MARTENS, (1990, pp. 255-259); MEYER-LANDRAUT, (1990, pp. 249 ss.).

⁵⁷ Los reproches de la dogmática tradicional están bien reflejados en el trabajo de HENZE, quien se encarga de combatirlos, v. KELLERMANN, (1990, pp. 141 y ss, en pp. 144-151).

doctrina más renovadora lleva a cabo una labor muy valiosa limando las aristas de la construcción jurídica. El objetivo es fundamentar los deberes de lealtad también en las sociedades de capital. En este sentido se hacen serios progresos: se abandona la base de la confianza y la orientación tipológica, y se redefine la materia sobre la estructura real -y no formal- de la sociedad y de las relaciones de los socios⁵⁸.

Con todo, la visión de la materia sigue siendo acreedora todavía hoy de los moldes del discurso tradicional que, corregido, sigue sistematizando su estudio. No debe extrañar, por ejemplo, que en los manuales y comentarios se traten las cuestiones de deslealtad casi por completo en términos de falta de cooperación para maximizar el fin común, y no, en cambio, en términos de expropiación redistributiva⁵⁹. O que se sigan catalogando los deberes de lealtad según se refieran a la sociedad o a los socios, considerando a los primeros prioritarios respecto de los segundos⁶⁰. O que no se haya renunciado al argumento de la confianza entre los socios para fundamentar deberes de lealtad en las sociedades con vínculos personales⁶¹. O que se discriminen los derechos de los socios en función de que sean susceptibles de estar subordinados o no al interés social⁶². O, en fin,

⁵⁸ Es muy interesante recabar en los ejercicios de sentido común de la doctrina renovadora para relajar el fuerte formalismo al que estaba sometida la materia, con el objetivo de extender los deberes a todos los tipos sociales. Se habla entonces de la "estructura real" de la sociedad, v. H. HENZE (1996, p. 489 y ss, en p. 492). La crítica en CAHN, marginal 45, p. 553.

⁵⁹ La doctrina alemana más atendible señala dos finalidades de los deberes de lealtad: el control de actos que afectan a esferas jurídicas ajenas (*Einwirkungskontrolle*), y la protección de la confianza de las partes (entendida como la confianza depositada en el contrato de que ésta se va a cumplir); nada se dice de la expropiación. V. WIEDEMANN, "Zu den Treuepflichten im Gesellschaftsrecht", *F. S HEINSIUS*, (1991), pp. 949 ss en p. 949-950; HENZE, (1991, p. 141). Y, la misma fórmula se recoge en los comentarios más actuales, v. HENZE y NOTZ, (§53³, marginal 19, p. 103).

⁶⁰ Esta óptica es común, v. por todos, un texto reciente de un juez emérito del Tribunal Supremo alemán, en el que se hace eco de las ideas que han animado la jurisprudencia, entre ellas la idea -compartida con la doctrina- de que la *bona fide* exige primero la promoción del fin social, y después, el no dañar a los consocios (nada se dice de la redistribución del excedente de la empresa social), v. RÖHRICHT (pp. 516 y 519-520).

⁶¹ Da la sensación de que existen dos criterios de legitimación de los deberes de lealtad. En el caso de las sociedades de personas, la confianza, y en el de las sociedades corporativas, la correlación entre poder y responsabilidad. Para un apunte, v. DREHER (1993, pp. 150 ss, en p. 155); RÖHRICHT (p. 524-525).

⁶² La doctrina alemana mayoritaria separa los derechos de los socios en dos categorías, en función de que su ejercicio sea en interés propio, o de que deba subordinarse al interés de la sociedad -*eigenmützige oder uneigenmützige Rechte*. Así, por ejemplo, entre los derechos egoístas se cuentan el derecho de información, los patrimoniales, o los de control. Y entre los no egoístas, destaca el derecho de voto. Esta categorización se arrastra del ámbito de las sociedades personalistas [v. HUECK, (1935, pp. 72 y ss, en pp. 80 y ss). Pero está ampliamente admitida en otros tipos societarios [v. ZÖLLNER, (1963, pp. 323, 344 ss); WINTER, (1988, pp. 95-120, en especial 96-99; 121-123), IMMENGA, (1992, pp. 189 ss, en p. 193); LUTTER, (1998, pp. 164 ss, en p. 168); o en los comentarios, MÜLBERT, (1999, Vor §118, marginales 232 y 234, pp. 84 y 85); HENZE y NOTZ (marginales, 53-54, pp. 121-122). La idea es examinar la deslealtad en relación con el tipo de derecho: en principio, el ejercicio de cualquier derecho está sometido a la buena fe, pero sólo los egoístas estarían sujetos a deberes de lealtad "fuertes" o de subordinación. Esta orientación tiene varios reparos. Primero, es que la distinción en sí produce insatisfacciones cuando se baja al detalle, y ya se han dedicado excesivos esfuerzos para hacer que cuadre [por ejemplo, se distingue la lealtad exigible al voto en función de la relevancia de la decisión para la consecución del fin social, v. ZÖLLNER (§243, marginal 193, p. 805). Segundo, es que la medida del fin común para calibrar la lealtad en el ejercicio de los derechos es parcial, porque no contempla el riesgo de expropiación [se ocupa de proteger el interés social, pero no de proteger el interés de los consocios. Con razón, v. RÖHRICHT (2003, p. 536).

que se siga reconociendo que la lealtad entre socios es más intensa en las sociedades menos institucionalizadas que en las más institucionalizadas⁶³.

2. La repercusión de la doctrina de los deberes de lealtad así construida es poco halagüeña para los intereses de los socios minoritarios de las sociedades de capital. Como consecuencia del planteamiento arriba expuesto, se produce una *sobre-aplicación de los deberes de lealtad para fundamentar obligaciones y sacrificios de los socios hacia la sociedad y una infra-aplicación de los mismos deberes orientados a reducir la tasa de expropiación que pueden sufrir los socios externos*.

En efecto, se observa que es recurrente el uso de los deberes de lealtad para afianzar la perspectiva institucional, la idea de que los socios deben contribuir al fin común o al interés de la sociedad postergando su interés particular. Se engarza así la doctrina de los deberes de lealtad en el engranaje societario de los derechos continentales, -que han creado rígidas estructuras mecánicas que funcionan autónomamente a través de órganos y procedimientos- y nos ha llevado a pasar por alto que detrás de la organización hay intereses y posiciones contractuales de los socios que, además, son lo que verdaderamente importa. A tal fin ha tenido un papel inestimable la cláusula del interés social, que ha servido para fundamentar "de serie" obligaciones independientemente de lo estipulado en el contrato.

El propósito último de la cláusula -común en los ordenamientos de Europa Continental- ha sido la defensa de la sociedad como tal institución, frente a las disputas de sus socios. Nótese que esta estrategia de preservar el interés de la sociedad como algo distinto al interés de sus socios -lo que se ha venido en llamar la perspectiva institucional de la sociedad- no la encontramos en otras jurisdicciones con derecho societario avanzado, como es el caso de los Estados Unidos⁶⁴. Da la sensación de que se trata de una *tecnología jurídica anticuada -recordemos que hunde sus raíces en las sociedades de personas- que trata de corregir las deficiencias de un sistema de gobierno, no siempre eficiente, en manos de los socios*. Es, en definitiva, una herramienta tosca para arbitrar los conflictos de socios en un modelo societario -como es el de las sociedades cerradas- en el que los socios comparten activamente los derechos de control.

Con todo, lo peor es que no se han evaluado convenientemente sus costes: (i) Primero, los costes de error de la decisión "rectificadora" son tan altos para los socios que resulta preferible después de todo atenerse al contrato. (ii) Segundo, esta estrategia de preservar la

⁶³ Esta idea sigue vigente en la actualidad, v. por todos, V. RÖHRICHT, (2003, pp. 514y ss, en p. 521); HENZE y NOTZ (§53^a, marginal 11, p. 99). La doctrina tradicional se revisa para posibilitar que los accionistas también tengan deberes de lealtad, pero no se reformula. Es un intento de no sobrevalorar la estructura corporativa de las sociedades de capital, y ver detrás de la estructura formal, la real. Pero no cambia el hecho de considerar que los deberes de lealtad son más fuertes en las sociedades personalistas, en las que los socios están personalmente comprometidos con el fin común.

⁶⁴ Es muy interesante a este respecto el trabajo de GELTER, (2011, 641-730).

sociedad se hace a costa de reducir considerablemente los incentivos de las partes para auto-protegerse: se crean incertidumbres que los socios no pueden dominar aunque quieran. Por ejemplo, entre nosotros, la cláusula del interés social se sobrepone incluso a los pactos de socios que contemplan mecanismos alternativos con los que lidiar el conflicto de intereses llegado el caso, como sucede a menudo en las sociedades cerradas. (iii) Tercero, los deberes de lealtad pueden minar la eficacia de otros mecanismos de gobierno dispuestos para reducir el oportunismo. El caso más significativo es el voto reforzado de los socios (minoritarios) en situaciones de riesgo potencial. En buena lógica, los socios minoritarios deberían poder usar a su conveniencia los derechos con los que cuentan para proteger sus inversiones, salvo que haya manifiesto abuso de derecho o clara intencionalidad de dañar rayando con la esfera de los ilícitos penales. (iv) Cuarto, uno de los beneficios de los estándares de actuación es que son útiles para suplementar la ley. La actuación considerada desleal detona el reproche social y ayuda a la aplicación de la norma. El problema es que al exigir el mismo estándar de lealtad a todos los socios⁶⁵, la lealtad pierde fuerza para reprochar el "abuso de la mayoría". De hecho, *la fusta de la lealtad es infinitamente más exigente con los minoritarios*, quizás por presumir -equivocadamente si se hace de manera general- que los socios mayoritarios ya están de por sí alineados con el interés de la sociedad⁶⁶. En vez de servir para corregir los excesos de la regla de la mayoría, el interés social sirve a la postre para dar cobertura legal al comportamiento -leal o no- de los socios mayoritarios.

La consecuencia que produce -y que parece no estar bien calibrada- es la contracción de las inversiones, lo que repercutirá en definitiva en el crecimiento a largo plazo de las empresas. *Todo apunta a que los mal llamados deberes de lealtad de los socios deberían constreñirse drásticamente a los límites de la buena fe y revisarse en profundidad*, como he intentado hacer en este trabajo.

En cambio, y probablemente fruto de la misma óptica, la cláusula del interés social no ha servido para fundamentar deberes o límites de los socios de control frente a los socios externos. De hecho, los *leading cases* en el derecho continental así lo atestiguan⁶⁷. Aquí no se trataría de proteger el interés de la corporación, sino de proteger el interés de los socios que no tienen poder de decisión. Si la cláusula del interés social ha prestado algún servicio en este contexto es justamente legitimar -en el común de los casos- las actuaciones del socio mayoritario, y dirimir los conflictos de intereses entre socios en su favor. Estas cuestiones se analizarán en detalle a continuación.

⁶⁵ Se formulan los deberes de los socios en términos de correlato entre poder y responsabilidad, y lo que late en el fondo es una especie de receta mágica para solucionar "mecánicamente" los conflictos mayoría-minoría de las sociedades cerradas. Esta fórmula, ya clásica y asumida por la doctrina mayoritaria, se debe a ZÖLLNER (1963, p. 342).

⁶⁶ Muy ilustrativo de esta perspectiva, IRÁCULIS (pp. 76 y ss). Sin embargo, con buen criterio, CARRASCO, (2013, pp. 138-139).

⁶⁷ Al menos hace unos años no había casos que establecieran la responsabilidad de un socio frente a otro en Alemania, v. MARSCH-BARNER [1993, pp.172-195 (en particular p. 174)].

3. *Deberes de lealtad y conflictos de interés de los socios de control*

Hasta el momento hemos analizado el fundamento y la funcionalidad de la doctrina de los deberes de lealtad de los socios en los derechos continentales. La conclusión a la que llegamos es que se trata de una herramienta poco afinada de control "de serie" -general y mecánica- del ejercicio de los derechos de los socios (e incluso de fundamentación de nuevas obligaciones y exigencias), ajena o externa a la voluntad de las partes contenida en el contrato. Básicamente ha servido en nuestros ordenamientos para apuntalar la dimensión social o comunitaria del contrato frente a la individual del socio y potenciar el interés social como un mandato de optimización -no sólo a los administradores, sino también a los socios- del interés agregado de la empresa frente al interés individual del socio. En los apartados anteriores hemos revisado las limitaciones de esta aproximación para mitigar los conflictos de socios -frente a la alternativa de la contratación cuidada y meditada *ex ante*, avalada por la experiencia atesorada en este terreno- y los desajustes que crea en el sistema de protección de las inversiones de los socios.

En este apartado, sin embargo, se impone un cambio de tercio. La pregunta que nos hacemos es si los deberes de lealtad de los socios así concebidos sirven para atajar el oportunismo de los socios de control en las sociedades cotizadas, que es justamente el coste o la ineficiencia de las organizaciones de capital concentrado --lo que hemos llamado *blockholders' costs*-. La respuesta no se deja esperar: basta revisar la jurisprudencia de las jurisdicciones de Europa continental para darnos cuenta de que la deslealtad de los socios de control -específicamente, la expropiación, que es, de lejos, el mayor problema de gobierno al que se enfrentan las sociedades cotizadas de capital concentrado- no encuentra solución por esta vía. Simplemente, porque aunque se reconozca deseable y se quiera estirar al límite la doctrina para disciplinar a los socios de control⁶⁸, lo cierto es que no está bien armada para esta batalla (*v. supra* 2).

La solución de este problema precisa de otro instrumental más preciso y adecuado. Nótese que cuando hay socios de control, -que son, en definitiva, quienes controlan los resortes de la organización-, se reducen considerablemente los costes de agencia de los administradores, que viven y actúan bajo la atenta supervisión del socio de control. En esta situación, los socios de control gestionan directamente sus inversiones en la sociedad, pero al tener efectivo poder de control o de administración sobre toda la sociedad, también las inversiones de los socios externos. En consecuencia, se entabla entre socios internos o de control y socios externos una suerte de relación fiduciaria, de la que nacen deberes de lealtad en sentido estricto.

3.1. Fundamento del deber de lealtad del socio de control

⁶⁸ La doctrina más moderna se esfuerza por presentar la doctrina de los deberes de lealtad de los socios como un instrumento de protección de los minoritarios en las sociedades de capital: *v. FLEISCHER*, (2015, §53 a, marginal 42, p. 798, y la literatura citada en la nota 156).

Cuando uno o varios socios controlan la sociedad, están de facto ocupando la posición de gestor del conjunto de la empresa social. Son ellos quienes tienen la información y quienes toman -mediata o, más raramente, inmediatamente- las decisiones de gestión. En esta situación, la relación entre socios con control y socios sin control es jurídicamente una forma de relación fiduciaria. Y hemos visto que las relaciones fiduciarias llevan "de serie" deberes de lealtad para rebajar los efectos de las asimetrías de información. Es decir, la posición de control sobre las inversiones de todos los socios genera deberes fiduciarios en sentido estricto de los socios de control, de forma similar a como sucede en el caso de los administradores.

En efecto, dos reglas vertebrarían el comportamiento debido de los socios controladores. Por un lado, la regla de la toma de decisiones por mayoría. Por otro lado, el pacto de reparto de las ganancias sociales. Es decir, los socios de control cuentan con los instrumentos necesarios para ejercer el control efectivo de la sociedad, y afectar con sus decisiones el rendimiento y los resultados de la empresa en el largo plazo. Por lo general, el derecho de sociedades les otorga la facultad de nombrar a los administradores y de tomar las decisiones sociales, lo que les permite comprometerse y aportar sus capacidades en la operativa y en la gestión de la empresa para maximizar la ganancia común en el largo plazo. Pero al mismo tiempo, los socios de control tienen una gran influencia en decidir cómo se repartirán entre todos los socios las ganancias generadas. Es decir, el beneficio repartible *pro rata* puede verse reducido si los socios de control desvían rendimientos, producidos o esperados, de la sociedad hacia sus bolsillos.

a) El principio mayoritario es una de las claves de la organización de las sociedades de estructura corporativa y supone un avance notable respecto a la regla de la unanimidad. Las ventajas son claras. La regla de la mayoría reduce costes de transacción -se rebaja el coste de tomar decisiones comunes-, y protege a las partes frente al monopolio bilateral -evita estar a expensas del bloqueo o extorsión por cualquiera de las partes⁶⁹. Además, en tanto regla que facilita el gobierno, dota a la sociedad de versatilidad para adaptarse a las situaciones que se vayan presentando. La contrapartida es que deja a los minoritarios a expensas de la mayoría.

Ya he advertido que los conflictos mayoría-minoría de las sociedades cerradas no son plenamente coincidentes con los conflictos que se generan entre los socios de control y los inversores externos en las sociedades cotizadas, ni han de ser atendidos con el mismo instrumental. Para empezar, si bien la identificación del socio de control con el socio mayoritario se cumple casi siempre en las sociedades cerradas, no lo hace en las sociedades cotizadas, en cuyo caso, si el capital está muy disperso, se puede controlar una sociedad con *stakes* modestos, lejos de la mayoría aritmética. Por otro lado, los socios en las sociedades cerradas -tanto mayoritarios como minoritarios- son activos o, al menos pueden serlo a coste razonable, en el ejercicio de sus derechos de control. Lo que significa que las

⁶⁹ El supuesto paradigmático es la situación de monopolio bilateral o *hold up* que suscita la regla de la unanimidad, V. ALFARO (1995, pp. 44-46).

asimetrías de información son considerablemente menores y que existen mecanismos de gobierno corporativo, tanto de voz como de salida, mejor diseñados que la responsabilidad y los deberes de lealtad para reducir su conflictividad. En cambio, la base para imponer deberes de lealtad a los socios de control de las sociedades cotizadas no es la mera participación en un porcentaje determinado en la sociedad, sino más bien, la *creación de una relación de agencia de facto entre el socio (o grupos de socios) y los gestores de iure*. Lo que es crucial es que la mayoría del consejo no sea independiente del socio de control⁷⁰. El socio que tiene capacidad para nombrar a la mayoría de los gestores, tiene control, y, por ello, capacidad de afectar con su visión empresarial el rendimiento de la empresa. Al actuar como un *inside manager*, y dados los problemas de información asimétrica de los inversores externos, la manera más efectiva de proteger a estos inversores es a través de deberes de lealtad en sentido estricto.

b) Por otro lado, tenemos el pacto de reparto de las ganancias sociales. Los socios han acordado en el contrato la cuota que corresponde a cada cual en la participación del resultado. Éste es el principal interés de los socios que les lleva a participar en la sociedad. La distribución asimétrica, en consecuencia, es el peor de los riesgos en este campo. Pero el sistema de toma de decisiones de la organización en manos de algunos socios produce dos consecuencias. De un lado, los socios de control, al controlar la sociedad y sus órganos de decisión, tienen el poder de decidir sobre el uso de bienes que, en rigor, no les pertenecen (por entero, al menos). Es decir, tienen incentivos para desviar a su favor -mediante, por ejemplo, la amplia panoplia de operaciones vinculadas-, parte de las ganancias generadas por la sociedad que, por tanto, no entrarán en la bolsa de los beneficios repartibles conforme a los criterios fijados *ex ante* en el contrato social -la regla de la prorrata o proporcionalidad-.

De otro lado, se plantea un conflicto de intereses entre socios internos y socios externos en relación con el beneficio repartible. Los socios de control -que son quienes en definitiva toman el acuerdo de la distribución de dividendos- típicamente preferirán que la cantidad a repartir sea lo menor posible, dejando el resto de las ganancias generadas como remanente en la sociedad, mientras que los socios externos preferirán de ordinario una *ratio* más generosa. La razón es fácil de vislumbrar. Si se repartieran todos los beneficios, al socio de control le correspondería su parte proporcional a su participación en el capital. Mientras que si una porción no se repartiera, quedaría en la sociedad bajo el dominio de facto del socio de control, que podría posiblemente desviarlo en su favor o destinarlo a los fines que prefiera, pues controla las decisiones sociales. Esta intuición está avalada por los estudios empíricos que atestiguan que en las sociedades en las que hay socios de control se reparten menos beneficios⁷¹. Naturalmente, es un lugar común justificar la falta de reparto por razones de "interés social", tales como la ventaja de financiarse con recursos propios frente al sobre coste de los recursos ajenos. Sin embargo, argumentos de esta índole no toman en consideración el conflicto de intereses y el riesgo de extracción de beneficios privados. De

⁷⁰ GARCÍA DE ENTERRÍA y ZURITA (2009, pp. 183-191); SÁNCHEZ CALERO, (2009, p. 86).

⁷¹ Para un resumen de la literatura empírica, v. GUTIÉRREZ URTIAGA y SÁEZ LACAVE (2014)

hecho, la literatura financiera desde antiguo ha llamado la atención respecto a los peligros del *free cash flows* y las llamadas *cash cows*⁷². Además, todo parece apuntar a que en las jurisdicciones de capital disperso hay otros mecanismos de gobierno corporativo, como la reputación, la retribución, o las opas, que fuerzan a los administradores a repartir más dividendos. Pero estos mecanismos de mercado no presionan al socio de control, máxime en mercados estrechos y poco líquidos, como suele ser el caso en numerosos países europeos. En definitiva, la separación entre propiedad y poder efectivo de disposición está en la raíz del conflicto de intereses entre socios con derechos de control y socios sin derechos de control.

3.2. ¿Por qué la doctrina de los deberes de lealtad de los socios no ha servido para reducir la expropiación del socio de control?

A estas alturas, parece claro entender que el poder de control o de administración desencadena la responsabilidad, tanto del administrador como del socio de control. En la medida en que uno o varios socios tengan una posición de control de la sociedad, tienen poder de decisión o de gestión. En consecuencia, *parece más razonable tratar al socio de control a estos efectos de modo similar a un gestor o administrador interno que como un socio más en relación de igualdad con el resto de los socios*⁷³. De esta situación nacen deberes de lealtad en sentido estricto de los socios de control frente a los otros socios, porque, como hemos visto, los deberes de lealtad sirven para reducir los altos riesgos de la relación producidos por las fuertes asimetrías de información.

Sin embargo, la estrategia seguida por las jurisdicciones de Europa Continental ha sido otra. En vez de tratar la cuestión desde una perspectiva funcional -la posición de los socios de control en una cotizada es asimilable a la de los administradores-, se recurre a una aproximación dogmática. Los deberes de lealtad de socios y administradores son distintos, tanto en su justificación, como en su contenido, como en su *enforcement* (*ergo* acción social o impugnación de acuerdos). Con estos mimbres, se ha pretendido probar la elasticidad de la doctrina de los deberes de lealtad de los socios para limitar el oportunismo del socio de control, o si se prefiere, dar protección a los socios minoritarios por esta vía⁷⁴. Como era de

⁷² JENSEN (1986, pp. 323-329).

⁷³ Esta es la tesis del informe Aldama, Apartado III, 2.2.3, que defendía la extensión de los deberes de lealtad de los administradores al socio de control.

⁷⁴ Es decir, gravar los derechos de control con el contrapeso de deberes específicos de lealtad hacia los socios externos, al menos en aquellos supuestos en los que hay claro riesgo de expropiación. Este argumento asoma con frecuencia en la doctrina y en la jurisprudencia alemana: el abuso de poder de la mayoría y la necesidad de limitarlo. Con todo, no se define, ni se sistematiza, ni se sustenta en bases sólidas. Así, se mezcla con frecuencia con otras consideraciones, tendentes a aproximar la estructura corporativa a los moldes de lealtad de las sociedades de personas (los postulados del caso IIT son en este sentido paradigmáticos), a modo de muestra, v. WIEDEMANN (1989, pp. 447-448); y "Die Bedeutung der IIT-Entscheidung", JZ (1976), pp. 392-393; M. LUTTER (1989, pp. 446-471 en p. 455); ZÖLLNER (pp. 340 ss.) Otro sector doctrinal tiene la impresión de que los deberes de lealtad vienen a manipular subrepticamente un orden legal basado en la regla de la mayoría, uno de los pilares del derecho de las sociedades de estructura corporativa, y esta posición se deja entrever en numerosas contribuciones, las más claras, v. M. PASCHKE, "Treuepflichten im Recht der juristischen Personen", SERICK, (1992, pp. 313-327, p. 314); MARTENS (Rechtsdogmatik, p. 257).

esperar, esta aproximación se ha revelado insuficiente para fundamentar de manera sistemática los deberes de lealtad de los socios de control hacia los socios externos. Es, en definitiva, un mal instrumento para obligar a rendir cuentas y responsabilizar a los socios de control. Hay serios problemas conceptuales⁷⁵, a los que se unen otras limitaciones de *enforcement*⁷⁶. Pero sobre todo, el telón de Aquiles de este planteamiento es que no sirve para disciplinar el mayor de los riesgos de los socios de control frente a los inversores externos: el riesgo de expropiación. La doctrina de los deberes de lealtad de los socios se refiere a su actuación *qua* socios. Por ello, se limita a estimar las conductas desleales de los socios mayoritarios a través de su poder de decidir en junta, y en cambio, a desestimar su poder de tomar decisiones al margen de los acuerdos formales de los órganos sociales⁷⁷. Esta aproximación, como veremos, reduce la expropiación financiera, pero no así la expropiación transaccional.

La literatura financiera ya nos ha puesto sobre aviso de que esta omisión en el plan de nuestro ordenamiento para atajar la expropiación del socio de control abre una vía muy peligrosa de desprotección de las inversiones de los socios externos, lo que repercute gravemente en el valor de la empresa y en su capacidad de financiarse, y por ende, en el desarrollo de los mercados de capitales. El socio de control, al manejar los resortes formales -orgánicos- y también los informales de la sociedad (no digamos ya en el caso de los grupos), puede combinar distintas tecnologías de extracción. Esto es lo que se conoce como *tunneling*⁷⁸. La taxonomía de las vías de tunelear las sociedades no es fácil de realizar, en parte porque la experiencia nos demuestra que se trata de un ámbito de intensa innovación⁷⁹. Los patrones de actuación observados nos confirman que cuando un método

⁷⁵ Para empezar, de fundamentación. Un sector doctrinal y jurisprudencial busca fundamentar los deberes de lealtad de los socios mayoritarios en un terreno cercano a las relaciones fiduciarias. Se argumenta, por ejemplo, que se les ha otorgado la facultad de gestionar intereses ajenos, y en esta medida, deben entenderse garantes de los intereses de sus representados. Esta idea es la que en esencia formula el Tribunal Supremo alemán en el caso Victoria (RGZ, 132, 149, 159 ss, 163), y de ella se ha hecho eco la doctrina alemana, v. por todos, HENZE y NOTZ, (§Vor 53 a, marginal 63, p. 128). Más peso tiene en la doctrina la perspectiva de que los deberes de lealtad de los socios se fundamentan en la idea que los socios han de tomar en consideración los intereses de los otros socios, que se aplica por igual a socios mayoritarios o minoritarios.

⁷⁶ ENRIQUES, (2002, pp. 756 ss). JOHNSON *et al*, (2000). Una limitación evidente es que la impugnación de acuerdos sociales parece ser la única vía de litigar contra el socio de control. Por un lado, este mecanismo es muy limitado para disciplinar al socio de control, v. GELTER (2011). Por otro, la experiencia demuestra que la cláusula de interés social no ha servido para proteger a los minoritarios. En la doctrina alemana se esgrime que el concepto de *Unternehmensinteresse* va perdiendo utilidad porque es muy maleable, y los jueces están dispuestos a aceptar la definición del interés social que mejor servicio haga al interés de los mayoritarios, v. SPINDLER, (2008, § 76, comentario 70).

⁷⁷ Es fácil encontrar declaraciones en la literatura alemana en el sentido de que los deberes de lealtad de los accionistas se circunscriben al ejercicio del derecho de voto, v. M. DREHER, (1993, p. 153).

⁷⁸ El término "tunneling" surgió a finales de 1990 para referirse a sucesos ocurridos en la República Checa a raíz de la privatización masiva de sociedades estatales. El primer uso académico del término, se debe a JOHNSON, LA PORTA, LÓPEZ-DE-SILANES y SHLEIFER, (2000, p. 22).

⁷⁹ Existe ya una nutrida bibliografía sobre los mecanismos de expropiación de los socios de control. Los más representativos son ATANASOV, (2005) (Bulgaria); ATANASOV, BLACK, CICCOTELLO, y GYOSHEV, H (2010) (Bulgaria); ATANASOV, BLACK and CICCOTELLO. (2011, pp. 1-49); SEUNG BAEK, KANG, y LEE (2006) (Corea);

de extracción de beneficios privados se comienza a combatir por el sistema jurídico, los esfuerzos se reencauza hacia otros ámbitos de impunidad.

(1) El más simple estrato de expropiación –y también el más burdo- es el *equity tunneling* o *tunneling* financiero. De hecho, los ordenamientos de Europa continental han sido muy eficaces en producir regulación destinada a sofocar este riesgo, que hasta el momento, tiene su ámbito de actuación en el terreno de las operaciones estructurales en sentido amplio⁸⁰.

El caso paradigmático son los derechos de suscripción preferente. La manera más burda o simple de expropiar por esta vía consiste en valerse de mecanismos de reestructuración financiera de la empresa para deshacerse de los socios minoritarios a bajo coste. Lógicamente, el abuso del mayoritario se cubre de la apariencia de legitimidad que otorga un acuerdo adoptado legalmente en junta. Entre estas operaciones se cuentan los aumentos de capital fraudulentos o el *squeeze-out* descontrolado. El ejemplo mejor registrado y estudiado de este tipo de expropiación es el caso de los países de Europa del Este tras la caída del sistema comunista⁸¹. Se pensaba entonces que en ausencia de regulación, las privatizaciones de empresas públicas iban a generar por sí mismas la demanda y las condiciones para que un buen sistema legal -capitalista- emergiera. Pronto se comprobó que el diagnóstico era erróneo. La falta de regulación societaria y del mercado de capitales provocaron que los expropiadores -normalmente con conexiones políticas- compraran el paquete de control y después echaran a los minoritarios y se quedaran con toda la empresa a cambio virtualmente de nada. En este contexto, en el que no funcionan los mercados de capitales, las reglas de *anti-equity tunneling* como por ejemplo, los derechos de suscripción preferente, actúan como un primer muro de contención muy eficaz frente a la expropiación de los socios de control. El caso de Bulgaria así lo acredita⁸².

BERTRAND, MEHTA, y MULLAINATHAN, (2002) (India); DJANKOV, LA PORTA, LOPEZ DE SILANES, y SHLEIFER, (2008) (para diferentes países); BERKMAN, A. COLEB, y FUC, T (2009) (China); JIANG, LEE, y YUE, (2010) (China).

⁸⁰ Hemos visto que los estándares ofrecen la ventaja de que permiten tomar en consideración las circunstancias relevantes en cada caso, lo que lleva a reducir considerablemente los costes de error en la decisión ex post. Pero a expensas de aumentar la incertidumbre -al ir concretándose el estándar caso por caso, no es fácil de predecir la conducta debida de antemano- y de requerir un trabajo más especializado e intenso por parte de los jueces. En los ordenamientos europeos se ha querido reducir tales costes sustituyendo estándares por regulación. Si lo observamos con distancia, podemos comprobar que el desarrollo de la protección de los socios minoritarios sigue un mismo patrón, al menos en los ordenamientos continentales con mayor veteranía en detectar el fraude societario. Primero, el riesgo de expropiación de los socios minoritarios a través de una operación determinada se pone de manifiesto mediante la impugnación del acuerdo en cuestión ante los tribunales por lesión del interés social. Segundo, si prospera, los jueces reconocen una infracción de los deberes de lealtad del socio mayoritario, y se articula doctrinalmente para aplicar el mismo trato a los casos análogos que se presenten a revisión. Tercero, las correcciones particulares ex post se generalizan a través de cautelas normativas ex ante, que garanticen la transparencia y la legitimidad de la operación. Por su parte, los ordenamientos -como el nuestro- menos adiestrados en la revisión judicial de las decisiones mayoritarias, han ido asumiendo doctrinal y legalmente los avances que se han experimentado en los entornos jurídicos vecinos.

⁸¹ BLACK, KRAAKMAN and TARASSOVA, (2000, pp. 1731-1808).

⁸² La reforma del sistema de emisión de acciones en 2002 permitió llevar a cabo un experimento natural sobre la interrelación entre calidad del derecho y expropiación. ATANASOV, BLACK, CICCOTELLO, and GYOSHEV, (2010, 155-173). Antes de 2002, las empresas búlgaras utilizaban los aumentos de capital

En consecuencia, ha habido un proceso de aprendizaje respecto a estos riesgos, y en aquellos sectores en los que se ha constatado la virulencia expropiatoria por parte del socio mayoritario, hemos comprobado como el sistema normativo reacciona suministrando regulación. Así, en las operaciones financieras de alto riesgo, el control se estandariza *ex ante* –el supuesto de la exclusión del derecho de suscripción preferente es, a estos efectos, paradigmático⁸³. Las cautelas procedimentales sustentan la perspectiva de que tales operaciones son derechamente abusivas, salvo que se argumente y pruebe la razonabilidad de su decisión.

Con todo, lo que sucede es que esta red de contención está lejos de ser perfecta. Estudios recientes ponen de manifiesto que los mecanismos de anti-equity tunneling funcionan bien en determinadas condiciones, pero pierden efectividad para proteger adecuadamente los intereses de los socios minoritarios cuando el riesgo de self-dealing es alto⁸⁴. Dicho de otro modo, la eficacia de los mecanismos anti-dilución depende de su interacción con mecanismos que prevengan las operaciones vinculadas del socio de control. Lo que nos lleva al siguiente apartado.

(2) He advertido que cuando se desarticula un mecanismo de extracción, pronto se buscan brechas en el ordenamiento que faciliten la sustracción de beneficios privados por otras vías. Por eso, una vez superado este primer estrato de expropiación, se pasa al segundo, que es más sibilino porque está más alejado del escrutinio público. Es el *tunneling* transaccional, la extracción de ventajas excesivas, normalmente a través de transacciones sociales que parecen perseguir un genuino propósito empresarial. Las transacciones interesadas constituyen el prototipo de la conducta desleal en relación con los administradores, pero no han sido convenientemente exploradas en relación con los socios de control, y no digamos ya en el ámbito de los grupos. Y, sin embargo, todo parece indicar que los mayoritarios están mejor situados y son más eficaces en la ocultación de las

principalmente para diluir a los accionistas minoritarios: en cada nueva emisión, casi todas las acciones eran compradas por los accionistas mayoritarios, a menudo a precios muy por debajo del valor de mercado. La nueva ley introduce los derechos de suscripción preferente: las sociedades deben ofrecer acciones a todos los accionistas en proporción a su participación, y si no se quiere acudir al aumento, el socio puede vender el derecho de hacerlo a otra persona. Se observa que a partir de la reforma legal, los socios minoritarios incrementaron sustancialmente su participación en los aumentos de capital, y las ofertas se utilizaron para aumentar el capital en lugar de diluir los accionistas minoritarios. Algo similar ocurría con los freezeout. Las operaciones de "going black" o los freezeouts informales eran comunes - entre 1999 y 2001, cerca de 500 empresas, más de la mitad de las que figuraban en la Bolsa de Bulgaria-, y los precios de las acciones minoritarias se acercaban a cero. La nueva ley requiere al regulador aprobar la equidad de la operación, lo que hace que los precios repuntaran por encima del valor del mercado, y se prohibieron las transacciones "going black", o de delisting sin hacer una opa de exclusión.

⁸³ V. ALFARO, (1995, pp. 105-108). No es de extrañar que se requieran las mismas exigencias de adecuación, necesidad, proporcionalidad, y decisión tomada en beneficio de todos, que se requieren con carácter general para el control de actos discrecionales.

⁸⁴ FRIED, "The illusory promise of pre-emptive rights", que se puede consultar en http://www.law.uchicago.edu/files/file/the_illusory_promise_of_pre_emptive_rights_1-12-16_pdf.pdf.

transacciones interesadas que los administradores⁸⁵. El paquete de control revestido de ajenidad respecto de la administración de la sociedad proporciona un parapeto de primer orden para llevar a cabo estas actuaciones con disimulo. Y de hecho, junto al amplio abanico de las operaciones vinculadas, también aparecen operaciones financieras muy sofisticadas o de segundo grado, que son potencialmente amenazadoras para el interés de los socios externos⁸⁶.

Pues bien, el problema reside en que estas actuaciones con mucha frecuencia no están bajo el radar del ordenamiento⁸⁷. A este respecto, nosotros estamos en línea con los viejos ordenamientos europeos, que en general no se han actualizado en esta materia, como es el caso del derecho alemán. Esto se comprueba con facilidad, pues basta revisar los comentarios alemanes más actuales para apercibirnos de que las conductas desleales que se achacan al socio mayoritario caen en su mayoría dentro del ámbito del primer estrato de prevención, el de las operaciones financieras más básicas⁸⁸. Las conductas desleales a través de las cuales se extraen fondos o activos de la sociedad sólo son detectadas por el ordenamiento cuando ponen en peligro la solvencia de la sociedad o la integridad del capital social. Es más, los mecanismos previstos para combatir las deslealtades de carácter transaccional están del todo desfasados, como es el caso de la llamada fundación retardada o la prohibición de los dividendos encubiertos del derecho alemán⁸⁹. Otros ordenamientos tienen desarrollado y contrastado todo un sistema legal *anti-self dealing*, y es hora de que también nosotros nos empleemos en cubrir este vacío del nuestro.

3.3. La estrategia normativa frente a los conflictos de intereses de los socios de control de sociedades cotizadas

Llegamos a este punto reconociendo que la posible expropiación de los socios minoritarios es el problema de gobierno más acuciante en sociedades con socios de control,

⁸⁵ El caso Parmalat es paradigmático. FERRARINI and GIUDICI, (May 2005). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=730403>.

⁸⁶ Para una buena sistematización de los casos, v. ATANASOV *et al*, (2011, pp. 2 ss). El caso paradigmático son las operaciones cuyo propósito es desvincular los derechos de voto de la inversión, como las dual class o, más recientemente, las loyalty shares, que han encontrado acomodo en Francia y en Italia (v. VENTORUZZO, (March 5, 2015). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2574236>. ver también, <http://derechomercantiles.ana.blogspot.com.es/2014/10/la-estructura-del-capital-social-de.html>

⁸⁷ Este fenómeno se conoce como *tunneling* legal. El término hace referencia a las vías de extracción de beneficios privados del control bendecidas por el sistema jurídico. Un buen ejemplo de la tolerabilidad de los ordenamientos europeos a estas prácticas, JOHNSON, LA PORTA, LOPEZ DE SILANES, y SHLEIFER, (2000, pp. 22-27).

⁸⁸ V. HENZE y NOTZ, (§vor 53 a, marginales 64-70, pp. 128-130).

⁸⁹ WAGNER, (2006, p. 217 ss, p. 227) (explica que en el derecho alemán funciona no sólo como un sistema de protección de los acreedores, sino también como un mecanismo de protección de los socios minoritarios). BAIRD, (2006, pp 199 ss, pp. 212-214) (argumenta que la prohibición de dividendos encubiertos es una mala herramienta para lidiar con las operaciones vinculadas, tanto por la dificultad de distinguir operaciones objetables e inobjetables y debido a la capacidad de los acreedores para vigilar a sus deudores por su cuenta).

particularmente en el terreno de las sociedades cotizadas, dónde las asimetrías de información son insalvables y las tecnologías de extracción de beneficios privados pueden ser especialmente creativas. También sabemos que los deberes de lealtad de los socios de control y el subsiguiente mecanismo de la responsabilidad se convierte en una vía insoslayable para intentar combatir el riesgo de expropiación de los socios externos en estas sociedades. En este apartado trataremos de analizar cuál es la respuesta de nuestro derecho para atajar este problema. Enseguida nos podemos percatar de que, a pesar de la reciente reforma, nuestro gobierno corporativo no alcanza todavía niveles deseables en la protección de los socios externos frente a los socios de control. Es, como se decía en la introducción, la asignatura pendiente de nuestro derecho de sociedades. Con todo, contamos con las piezas que nos permiten construir el régimen de la lealtad de los socios de control. Nos proponemos, pues, hacerlo.

1. La omisión más significativa es que no se contemplan de manera expresa los deberes de lealtad de los socios de control, a pesar de que son los *controllers* más habituales en nuestro entorno empresarial. Queda por ello como tarea del intérprete el intentar llevarlo a cabo. La ley sigue a rajatabla la distinción canónica entre conflictos de intereses de los socios y conflicto de intereses de los administradores. Ya he advertido que esta aproximación no es exacta (y, además, resulta muy problemática si se extiende a sociedades cotizadas). Cuando las estructuras societarias ponen en pie mecanismos de gobierno para tomar decisiones en lugar de hacerlo mediante mecanismos de recontractación, los deberes de cooperar de los socios -basados en relaciones de confianza- se sustituyen -a falta de otras herramientas societarias de control gerencial- por estrictos deberes de lealtad de quienes administran la sociedad. Lo que nos lleva a la conclusión de que los socios de control de las sociedades cotizadas representan el caso paradigmático de *inside manager*. Entonces -y sólo entonces- la responsabilidad es un instrumento irrenunciable para optimizar la estructura de gobierno, tanto en sede de junta (i), como en sede de consejo (ii).

(i) Los conflictos de interés de los socios en junta se contemplan en el art. 190 LSC que, siguiendo las directrices tradicionales, establece la regla general de la revisión de las decisiones *ex post* conforme a los deberes de lealtad de los socios. Ya he advertido que la participación en un contrato de sociedad no genera deberes de lealtad en sentido estricto, ergo, de postergación del interés particular, sino que los socios han de cumplir lo dispuesto en el contrato conforme a las exigencias de la buena fe. De lo que se trata ahora es de evidenciar que los conflictos de interés entre unos y otros socios tienen distinta fisonomía en sociedades cotizadas y en sociedades no cotizadas, por lo que también precisan ser abordados mediante herramientas distintas.

Como se ha advertido, el derecho de sociedades cuenta con mecanismos mejor dispuestos para solucionar los conflictos mayoría-minoría de las sociedades cerradas que la aplicación *ex post* de los deberes de lealtad (vía impugnación de acuerdos sociales)⁹⁰. Es sabido que en

⁹⁰ ROCK y WACHTER, (1999, p. 193 ss). Analizan sistemáticamente los problemas de las sociedades cerradas y desaconsejan la protección de los minoritarios a través de la revisión *ex post* del conflicto basado en la protección de las expectativas razonables de los minoritarios. Esto es justamente lo que se pretende hacer a través de la doctrina del abuso de mayoría, v. ALFARO (InDret, 2005).

el caso de las sociedades no cotizadas no hay mercados de salida, por lo que los *stakes* son ilíquidos, y la conflictividad en estas sociedades tiende a ser alta. En sociedades cerradas que no precisen de inversiones específicas fuertes -como sucede en los casos de las incubadoras o start-ups-, los costes del lock-in bien podrían exceder los beneficios. Como todos los socios comparten el control, el ejercicio de sus derechos de voto es conflictivo porque los socios pueden tener distintos horizontes de inversión, diferentes necesidades de liquidez a través de dividendos, distintos objetivos o incluso distinta visión de cómo dirigir la sociedad. Pues bien, como hemos visto en la primera parte de este trabajo, en este entorno la doctrina de los deberes de lealtad de los socios no es una herramienta idónea para reducir la conflictividad porque es muy costosa: acrecienta el oportunismo de los socios y la decisión judicial se enfrenta a altas probabilidades de error, porque se aplican estándares mecánicos y desajustados de la estructura de gobierno pactada por las partes⁹¹. Además, la experiencia parece acreditar que la doctrina de los deberes de lealtad de los socios no ha servido para reducir el abuso de mayoría -el caso paradigmático nos lo brinda la sequía de dividendos⁹²-, y en cambio, se ha utilizado para limitar injustificadamente el ejercicio de los derechos -legales o pactados- de la minoría. Sería por ello preferible que la protección de los socios minoritarios se articulara a través de otras vías que se ajusten mejor a los incentivos de las partes.

Básicamente podemos pensar en dos instrumentos. Por un lado, garantizando mecanismos de salida a precio justo. El art. 348 bis LSC es un claro ejemplo. La experiencia indica que los socios mayoritarios tienden a utilizar su posición de poder dentro de la sociedad para "oprimir" los derechos de los socios, con el fin de echarlos de la sociedad a bajo precio⁹³. Los casos paradigmáticos son el no reparto de dividendos o los casos de transmisión del control.

Y por otro lado, incentivando la contratación *ex ante*. En las sociedades cerradas, los socios tienen la capacidad de pactar *ex ante* -generalmente en los pactos de socios- arreglos que reduzcan los desajustes de la estructura corporativa. En particular, el oportunismo de los mayoritarios en sus diferentes expresiones, desde los riesgos de la venta del paquete de control a un tercero expropiador, reglas de adopción de acuerdos en caso de conflicto (el deber de abstención del art. 190.1 LSC debería entenderse en estas coordenadas, aunque naturalmente podría extenderse en el pacto de socios a otros conflictos, como por ejemplo,

⁹¹ CARRASCO, (2013, pp. 139 y ss). Piénsese que llegados al punto de conflicto, el problema no es tanto la desinversión del socio, sino tasar o determinar el precio de la salida: la sociedad -ergo, el socio mayoritario- tratará por todos los medios de que el precio sea lo más bajo posible, mientras que el socio saliente buscará maximizar su cuantía. Esta tensión se traslada a la sociedad, es decir, tanto los mayoritarios como los minoritarios utilizarán todos los instrumentos "societarios" a su alcance para tensar las cuerdas y salirse con la suya. Y judicializar el conflicto alegando deberes de lealtad por parte de unos y de otros es una estrategia más.

⁹² ALFARO/ CAMPINS, (2011, pp. 19 ss).

⁹³ Estos conflictos están bien registrados en ALFARO (2005), y en ROCK y WACHTER, (1999, p. 193 ss).

a las operaciones vinculadas⁹⁴), hasta maniobras de opresión del socio minoritario. Si los socios no se han tomado la molestia de protegerse contractualmente, no parece estar justificado pretender que sus conflictos los resuelva el juez, que cuenta con pocas pistas para hacerlo de forma eficiente⁹⁵.

Dicho esto, es oportuno subrayar que la situación es bien distinta en las sociedades abiertas o cotizadas. Aquí el número de socios se expande exponencialmente –por lo que sólo tendrán incentivos para ejercitar sus derechos de control los socios fuertes y activos–, las asimetrías de información se multiplican y los inversores externos no pueden proteger su inversión contractualmente. Entonces, si hay socios fuertes o de control, significará que son ellos quienes realmente dirigen o administran la sociedad (valiéndose de agentes que ejecutan su visión y estrategia empresarial). A diferencia de las sociedades cerradas, cuyos conflictos están estrechamente relacionados con la falta de separación entre propiedad y control, el riesgo al que se enfrentan los inversores externos de las cotizadas es que se utilice el extenso poder de control o de administración para extraer inadvertidamente beneficios privados del control. En sociedades cotizadas no contamos con mecanismos alternativos y menos costosos que los deberes de lealtad en sentido estricto para reducir los conflictos de interés de estos *inside managers* que son los socios de control. La razón es de eficiencia: cuanto mayor sea la *ratio* de beneficios privados, menos incentivos tendrá el socio de control para esforzarse en maximizar los beneficios públicos o compartidos, el rendimiento de la sociedad.

(ii) Con todo, dónde está el meollo de la expropiación es en las decisiones de operaciones empresariales que se adoptan en el consejo. Si uno o varios socios tienen capacidad de nombrar la mayoría de los consejeros, significa que controlan el consejo y que las operaciones en las que exista un conflicto de interés entre el socio de control y la sociedad son de alto riesgo. No es éste el lugar para hacer un análisis sobre la última reforma de la responsabilidad de los administradores. Otros ya lo han hecho⁹⁶, y muchos otros incidirán, previsiblemente, en lo ya dicho. Ya se ha advertido que un derecho de sociedades moderno requiere un buen sistema de deberes fiduciarios de quienes toman las decisiones sociales y un buen sistema de *enforcement* del primero. Pero sí que importa matizar que si hay socios

⁹⁴ En este como en otros asuntos, la doctrina española ha sido muy restrictiva a la hora de conceder autonomía privada para configurar el régimen de conflictos de interés. Aunque la discusión se limita a los estatutos, v. RECALDE (2015, pp. 73-75).

⁹⁵ De hecho, en Delaware los jueces, con buen criterio, se han mostrado contrarios a proteger ex post a los socios cuando está en su mano hacerlo contractualmente. *Nixon v Blackwell*, 626 A2d 1366 (Del 1993): "A stockholder who bargains for stock in a closely-held corporation and who pays for those shares...can make a business judgment whether to buy into such a minority position, and if so, on what terms....Moreover, in addition to such mechanisms [in Delaware Corporate Law], a stockholder intending to buy into a minority position in a Delaware corporation may enter into definitive stockholder agreements, and such agreements may provide for elaborate earnings tests, buy-out provisions, voting trusts, or other voting agreements....The tools of good corporate practice are designed to give a purchasing minority stockholder the opportunity to bargain for protection before parting with consideration. It would do violence to normal corporate practice and our corporation law to fashion an ad hoc ruling which would result in a court-imposed stockholder buy-out for which the parties had not contracted".

⁹⁶ PAZ-ARES, (2015); VIVES, " (2015).

fuertes, los socios pueden confiar en sus derechos de control para disciplinar a los administradores en lugar de recurrir a los deberes de lealtad (los pueden supervisar de cerca, con lo que se reducen las asimetrías de información y pueden castigar su indisciplina cesándolos)⁹⁷. Pero, ¿quién supervisa y en su caso sanciona al socio controlador? Es justamente por ello por lo que los deberes de lealtad no tienen alternativas eficaces. Si entendemos que cuando hay control por parte de un socio se establece una relación de agencia entre el socio controlador, que sería el principal, y los administradores, que actuarían como sus agentes, es fácil concluir que el socio de control podría por ello ser responsable por las actuaciones de los administradores. Claramente, cuando el conflicto de interés en cuestión resida en el socio de control, por lo que hubiera sido provechoso ampliar el espectro de los sujetos obligados por el deber de evitar el conflicto de interés *ex art. 229 LSC* a los socios de control.

En cambio, *de lege data*, la única forma en que la responsabilidad alcance al socio de control es a través de la figura del administrador oculto *ex art. 236 LSC*⁹⁸. Esta es la vía tradicional de imputación, a la que la ley otorga ahora carta de naturaleza, y que hasta el momento no ha servido para sujetar estrechamente a los socios de control de las sociedades cotizadas. Tampoco lo ha hecho en otros países de nuestro entorno⁹⁹. No dudo que el propósito del legislador ha sido extender los deberes de lealtad de los administradores a los socios de control, por las mismas razones que hemos expuesto en este trabajo¹⁰⁰. Pero quizás hubiera sido más efectivo que el desencadenante de la extensión fuera la determinación de la posición de control por parte del socio en la sociedad. Así, por ejemplo, si el socio tiene la capacidad de nombrar y cesar a la mayoría de los consejeros, el consejo no es independiente, sino controlado por el socio, y proclive a seguir sus instrucciones¹⁰¹. Este criterio es más fácil de verificar que el que la ley establece, que precisa probar que el socio imparte instrucciones de manera habitual a los administradores. Es verdad que la figura del administrador oculto como tal puede ser interpretada de manera estrecha o restrictiva¹⁰² -interpretación que haría muy difícil probar en la mayoría de los casos que el

⁹⁷ BERTRAND and MULLAINATHAN, (2001); MORCK, SHLEIFER, and VISHNY (1988).

⁹⁸ Para explicar el status quo, es útil el trabajo de Isabel Rodríguez Díaz, (2015, pp. 7-48).

⁹⁹, MARTIN, (2012, p. 877-878).

¹⁰⁰ PAZ-ARES, (2015, pp. 58-59).

¹⁰¹ Este es el criterio americano, BAINBRIDGE, (2002, pp. 335 y ss); y también el inglés del *shadow director*, v. KERSHAW (2012, pp. 327).

¹⁰² JUSTE, Comentario art. 236 LSC", p. 456, "Ahora bien, no debe atribuirse a estas personas la condición de administradores de forma automática: como en todos los casos, habrá que demostrar (y es evidente que los problemas de prueba en este campo pueden ser agudos) la **situación patológica de desplazamiento de las funciones propias del administrador de derecho**, más allá del legítimo ejercicio de los derechos de socio - que, como hemos visto, no exonera de responsabilidad incluso en caso de instrucciones concretas de gestión- o de la presencia de la dirección unitaria del grupo". (la negrita es nuestra). Considerar la influencia de los socios de control sobre la gestión social como "una situación patológica" es no entender el funcionamiento -real y no formal- de las sociedades de propiedad concentrada y asumir que los tipos ideales que se derivan de normas jurídicas o de arquetipos conceptuales tienen valor explicativo de la realidad.

socio de control es realmente un administrador oculto, sobre todo en la sociedades más institucionalizadas, como son las cotizadas-, o al contrario, de forma más amplia, en el sentido propuesto, atendiendo a los problemas de agencia que se crean en la realidad. Ésta segunda, creo, sería la interpretación más oportuna. Con todo, nuestra tradición jurídica en este punto es poco prometedora. Es acreedora de una concepción ya superada, que hunde sus raíces en los problemas de protección del tráfico de los administradores aparentes o de hecho, y circunscrita al ámbito de las sociedades cerradas.

2. Una vez reconocidos los deberes de lealtad en sentido estricto de los socios de control, el siguiente paso sería optimizar los estándares y los procedimientos en situaciones de conflicto respecto al socio de control. En otras palabras, se trataría de buscar un *trade-off* entre, de un lado, dar los incentivos necesarios a los socios de control para que se comprometan y se esfuercen con la maximización del valor de la empresa y de su resultado, y de otro, maximizar el rendimiento de las inversiones de todos los socios. Contamos con dos estándares para revisar la influencia del socio de control sobre la gestión y la administración de la sociedad.

El primero es la *business judgement rule*, que se aplica a las transacciones no conflictivas, y que garantiza la discrecionalidad del socio de control -o de la sociedad- respecto de las decisiones empresariales ex art. 226 LSC. Si entendemos que la cláusula del interés social proporciona un baremo de rigor empresarial o productivo -basta con que la operación proyectada tenga un interés económico o empresarial razonablemente posible-, en ausencia de conflictos de interés, el interés de la sociedad se identificará con el interés empresarial del socio o socios mayoritarios. La razón es que aquellas decisiones empresariales que afectan de igual manera a los socios externos e internos deben quedar al margen de la revisión judicial.

El segundo es un estándar más riguroso de comprobación de la equidad de la transacción cuando hay un conflicto de interés ex art. 190 LSC en conexión con el art. 204.1 LSC. Entonces, de lo que se trata es de preservar que el acuerdo sea conforme con la dimensión distributiva del interés social, que es justamente lo que tiene que acreditar el socio de control. La operación conflictuada ha de someterse a un intenso examen anti-expropiación: el riesgo que se trata de evitar es que el socio de control abuse de su poder para enriquecerse a costa de los socios externos. Es decir, cuando una operación sea sospechosa porque hay riesgo de que el o los socios de control se beneficien a costa de la sociedad controlada, o en perjuicio de los socios externos, el ordenamiento eleva el listón de la conducta debida de los socios conflictuados. Adicionalmente, para facilitar el *enforcement*, los socios demandantes sólo tienen que alegar el conflicto.

Con todo, y a pesar de lo que parece a primera vista, el art. 190 LSC en conexión con el art. 204.1 LSC no introduce un mero ajuste procesal, sino derecho sustantivo: establece el estándar de la actuación del socio de control en caso de conflicto de interés¹⁰³. Se trata de

¹⁰³ Se trata del *entire fairness test* del derecho americano. Nótese que el caso paradigmático en ese sistema es precisamente el *self-dealing*, v. DAMMAN, (2008, pp. 7 ss).

un estándar reforzado para reprimir el riesgo de que los socios de control abusen de su posición de dominio en la sociedad, tanto en la junta como en el consejo, para extraer ventajas a costa de los socios externos, que quedan a sus expensas. Justamente para frenar estos comportamientos, el precio de la deslealtad ha de ser elevado. Si hay riesgo de expropiación, que es de lo que se trata, la revisión judicial ha de ser exigente, y ha de examinar de manera exhaustiva los entresijos de la transacción para comprobar que tanto el procedimiento como los términos son equitativos. Es más, este estándar agravado de revisión, aunque esté residenciado en la ley en sede de junta, ha de entenderse de aplicación en toda la actividad conflictiva del socio de control, sea cual sea su naturaleza -transaccional o financiera- y el ámbito de decisión -junta o consejo-. De hecho, el caso paradigmático son las operaciones de *self-dealing*, aquellas en las que el socio de control está a ambos lados de la transacción. Otra interpretación más "dogmatizada" de la norma ofrecería de manera injustificada impunidad a las operaciones vinculadas del socio de control, que es la vía más propicia para extraer beneficios privados.

El propósito legal, en definitiva, no es prohibir las transacciones conflictivas -porque aún siendo conflictivas pueden ser productivas-¹⁰⁴, sino de poner coto a los beneficios privados asociados al control de la sociedad, intensificando el escrutinio judicial de aquellas operaciones que son potencialmente expropiatorias. En particular, aquellas operaciones en las que el socio de control está -directa o indirectamente- a ambos lados de la transacción y puede recibir un beneficio que no es compartido con el resto de los socios¹⁰⁵.

Dos observaciones son oportunas. La primera pretende subrayar que hay una correspondencia entre la tasa de beneficios privados que entendemos tolerable o productiva para dar incentivos correctos a largo plazo a los socios de control y la tasa que entendemos intolerable o expropiatoria. Este equilibrio queda perfilado en la ley, pero resultará de lo que dictaminen los tribunales en cada caso. Nótese que muchas operaciones interesadas del socio de control que parecen tener un motivo empresarial probable caerán dentro del espacio de impunidad. Por ejemplo, apostar por el proyecto mimado del socio de control es una decisión empresarial que afecta a todos los socios, pero que podría conferir grandes beneficios al socio de control. Tampoco son fáciles de cercar las formas indirectas de *self-dealing*, sobre todo porque la sujeción de las mismas a un estándar estricto de actuación por parte del socio de control harían el control inmanejable. Piénsese, por ejemplo, cuando el socio de control tiene intereses empresariales al margen de su participación en la sociedad controlada, algo muy frecuente, y especialmente si la línea de negocio es idéntica o complementaria a la desarrollada por la sociedad controlada. Es evidente que muchas de las decisiones sociales podrían tener impacto potencial en los otros intereses empresariales del socio de control de manera indirecta, por ejemplo, la estrategia

¹⁰⁴ Sobre este particular, con referencias a la literatura, ver GUTIEREZ y SAEZ (Enero 2015).

¹⁰⁵ PAZ ARES, (2015, p. 46), se vale de los ejemplos utilizados por JOHNSON *et al* (2000), -los casos Perone, Marcilli, Flambo- para poner en evidencia lo que él llama el derecho mecánico (y formalista), frente al derecho reflexivo que en su lugar defiende. Lo que aquí compete recalcar es que son todos casos de conflictos de interés del socio de control en sociedades controladas.

de evitar o mitigar la intensidad de la competencia de la sociedad controlada para proteger sus ganancias extra societarias¹⁰⁶. Pero a la vez es extraordinariamente difícil establecer el conflicto de interés, y no digamos ya probar que el beneficio del socio del control se produce a costa del perjuicio de los socios externos de la sociedad controlada.

Por otro lado, el ajuste del ámbito de discrecionalidad dependerá a la postre de qué operaciones se entiendan como conflictivas, y cuáles no. Este *trade-off* es complicado de calibrar con carácter general, porque cada sociedad presentará de ordinario un ajuste óptimo distinto. De hecho, los beneficios y los costes del control varía de unas sociedades a otras¹⁰⁷. Así, por ejemplo, habrá socios de control más productivos que otros, simplemente porque las posibilidades de extraer beneficios privados varía de unas sociedades a otras. Pensemos, por ejemplo, en sociedades que operan en un mercado de producto muy competitivo, por lo que la extracción de beneficios privados es estructuralmente limitada, frente a otros casos de menor competencia y por tanto, con mayor riesgo de expropiación, simplemente porque tienen más oportunidades de *self-dealing*. Los primeros, en consecuencia, deberían estar menos constreñidos que los segundos. De igual manera, este ajuste debería ser bien distinto en sociedades controladas y en grupos de sociedades.

La segunda observación tiene que ver con otro *trade-off*, el de las cautelas profilácticas y la revisión *ex post*, que trataremos en el siguiente apartado.

3. La regulación puede seguir varias estrategias para poner coto a la extracción de beneficios privados del socio de control, y es preciso que se articulen de manera adecuada. La primera observación pertinente es que, aunque la revisión judicial es la regla general por defecto, parece razonable pensar que si se prevén protecciones procedimentales adecuadas, se pueda relajar la intensidad del escrutinio *ex post*. Entonces, la observancia de las reglas procedimentales no extinguiría la responsabilidad, simplemente sometería la revisión *ex post* de la conducta al estándar más laxo de la *business judgement rule* ex art. 226 LSC, o en su caso, a una revisión de la equidad de la transacción, pero sin la inversión de la carga de la prueba a la que se refiere el art. 190.3 LSC. Los sistemas profilácticos que prevé la ley son dos: la abstención del socio de control en las votaciones de la junta, y la aprobación de la transacción conflictiva por parte de consejeros desinteresados.

a) La primera regla que compete examinar es la que impone la abstención del socio en conflicto, que en el caso de que afecte a los socios de control se convertiría en una regla de mayoría de minoría (internacionalmente denominada regla MOM). Se trata de una regla común en muchas jurisdicciones¹⁰⁸, y diseñada para proteger a los socios externos de las

¹⁰⁶ Llama poderosamente la atención que entre nosotros hayamos puesto el foco en los conflictos de interés de los socios significativos a este respecto, ignorando absolutamente el caso paradigmático, que se refiere al socio de control, V. IRACULIS (2013, pp. 113 ss).

¹⁰⁷ DEMSETZ y LEHN, (1985, pp. 1155 y ss).

¹⁰⁸ Entre otras, USA y Reino Unido, dos jurisdicciones en las que la presencia de socios de control está muy atenuada, y sin embargo, llama la atención que la regla MOM esté menos desarrollada en Europa

sociedades controladas, justamente porque los socios de control dominan la junta general. La racionalidad de la regla estriba en que mientras los socios externos no están en posición de tomar buenas decisiones en relación con estrategias de inversión (no tienen información y sus incentivos son muy reducidos), sí lo están en relación con transacciones individuales, máxime cuando son interesadas, como es el *self-dealing*¹⁰⁹. Adicionalmente, la fuerte presencia de los inversores institucionales en las empresas cotizadas¹¹⁰, también en las españolas, garantiza que la decisión se tome por parte de actores informados (al menos de forma suficiente en la mayoría de las situaciones) y con los incentivos adecuados para juzgar la oportunidad de la transacción¹¹¹. Por eso la regla está especialmente indicada en sociedades cotizadas, con fuertes asimetrías de información, las cuales rebajan la capacidad de supervisión efectiva sobre los socios de control.

Dos apuntes a este respecto. El primero es que sorprende que en nuestro derecho la abstención del socio interesado no está reservado, como sería de esperar, a los conflictos de interés más graves. Más bien parece confinada a reducir la conflictividad entre socios de las sociedades cerradas, que tienen menos que ver con el riesgo de expropiación (y más con el abuso u opresión) y dónde los socios tienen poder de arbitrar contractualmente sus relaciones. Nada se dice respecto de las operaciones conflictivas del socio de control, que es justamente dónde la regla MOM es más valiosa. Con todo, no veo dificultad técnica en que las sociedades cotizadas la introduzcan voluntariamente en sus estatutos en relación con determinados acuerdos potencialmente expropiatorios. Se trataría de un mecanismo de *bonding* de los socios de control para atraer la inversión y rebajar el coste del capital¹¹². A fin de cuentas, son los propios socios de control quienes "voluntariamente" renuncian a votar. Naturalmente, esta medida tendría impacto en la protección de los socios externos respecto a las decisiones de alto riesgo del socio de control en junta, como por ejemplo, alteraciones de la proporción entre capital nominal y derechos de voto. Con todo, el mayor impacto de la regla sería en relación con el amplio espectro de las transacciones vinculadas, de lo que hablaremos más abajo.

continental, dónde los socios de control gozan de mayor poder de voto. V. ENRIQUES *et al*, (2009, p. 166-169).

¹⁰⁹ DJANKOV, LA PORTA, LOPEZ DE SILANES y SHLEIFER, (2008 p. 436) argumentan que la regulación efectiva del *self-dealing* precisa disclosure y el voto de los socios desinteresados. En el mismo sentido, GOSHEN (2003, 91, 393-438), OECD (2009), Guide on Fighting Abusive Related-Party Transactions in Asia, Corporate Governance Series, OECD, Paris.

¹¹⁰ R. GILSON y J. GORDON, (2013, 863 ss).

¹¹¹ HAMDANI y YAFEH, (2013, pp. 691-725).

¹¹² El análisis tradicional de esta materia peca de excesivo dogmatismo. Es una regla de buen gobierno para evitar o prevenir el abuso de la mayoría. Sin embargo, se suele argumentar que la interpretación restrictiva del art. 190.1 LSC viene exigida "por el principio que atribuye al socio el poder de decidir sobre los asuntos sociales en función de su participación en el capital, sin que se le deba privar del derecho a defender sus intereses en la sociedad, salvo en los casos expresamente tipificados", Recoge la doctrina, V, RECALDE (2015, pp. 73 ss). En el fondo, esta perspectiva es acreedora de la premisa de la igualdad entre todos los socios, que llevada al extremo, como se hace, conduce a pensar que todos los socios están sometidos a los mismos deberes de lealtad. Ya he indicado las dolencias de este planteamiento.

La otra advertencia nos dice que la regla de la abstención no está exenta de costes, por lo que conviene aplicarla con sensatez¹¹³. En otras palabras, carece de sentido imponerla de manera indiscriminada a cualquier conflicto de interés. En general, la experiencia comparada atestigua que la regla funciona relativamente bien en transacciones de cierta envergadura, por ejemplo, por encima del 5% de la capitalización de la sociedad en el mercado (nótese que la ley también hace estos cálculos, por ejemplo, 10% de los activos sociales *ex art.* 230 LSC en materia de dispensa de los deberes de lealtad de los administradores). No soy partidaria de abusar de las reglas imperativas salvo en casos en los que esté sobradamente justificado, porque la imperatividad tiene muchos inconvenientes, por ejemplo, resta flexibilidad e impone costes, cuando no todas las sociedades son iguales, ni sufren el mismo riesgo de expropiación. Más apropiada es, a mi juicio, la opcionalidad: se trataría de que la ley previera que las sociedades pueden incluir la regla MOM en sus estatutos en determinadas ocasiones, sea a través de mecanismos de *opt-in* -más beneficiosas para el socio de control- o de *opt-out* -más beneficiosas para los socios externos-. Una regla de estas características hubiera tal vez facilitado la inclusión de reglas MOM en los estatutos de las sociedades cotizadas -dado que obliga a retratarse a los *insiders*- y hubiera elevado la protección de los socios externos.

b) Aparte de la abstención del socio de control, la segunda regla procedimental que contempla la ley es la aprobación de la transacción por parte de los consejeros desinteresados del consejo *ex art.* 529 ter LSC, previo informe de la comisión de auditoría¹¹⁴. Habrá que ver si la regla va a ser eficaz para embridar al socio de control, ya que la competencia es del consejo, controlado en su mayoría por el socio de control, aunque hay deber de abstención de los consejeros vinculados al socio en cuestión¹¹⁵. La objeción

113 Un análisis pormenorizado de los costes de la regla, en ENRIQUES, (2015, pp. 13-18).

114 Una buena explicación de la operatividad de la regla la suministra VIVES (2015), y allí me remito. Nótese que la norma no sólo se aplica al socio de control, sino a cualquier socio significativo. A mi entender esto es relevante en el caso de un bloque de control por parte de varios accionistas significativos. Como indica Vives, "con carácter general, las operaciones con un accionista que participe en un porcentaje superior al 3 por ciento de los derechos de voto de la sociedad cotizada o que haya designado a un consejero dominical (aun con una participación inferior al 3 por ciento) o con sus personas vinculadas, estarán sujetas a la reserva de competencia del consejo de administración".

115 el art. 529 ter, h: "La aprobación, previo informe de la comisión de auditoría, de las operaciones que la sociedad o sociedades de su grupo realicen con consejeros, en los términos de los artículos 229 y 230, o con accionistas titulares, de forma individual o concertadamente con otros, de una participación significativa, incluyendo accionistas representados en el consejo de administración de la sociedad o de otras sociedades que formen parte del mismo grupo o con personas a ellos vinculadas. Los consejeros afectados o que representen o estén vinculados a los accionistas afectados deberán abstenerse de participar en la deliberación y votación del acuerdo en cuestión".

En vez de establecer una obligación de abstención, hubiera sido más oportuno y claro hacer recaer en los consejeros independientes la aprobación de estas operaciones. La razón es simple. La norma establece que los consejeros que representen o estén vinculados a los accionistas afectados deberán abstenerse de participar en la deliberación y votación del acuerdo en cuestión. En buena lógica, si la operación afecta al socio de control, deberían abstenerse tanto los dominicales como los ejecutivos. Pero hay un riesgo significativo de que el deber de abstención sólo opere para los consejeros nombrados por los socios minoritarios, mientras que se alegue, como se ha hecho en alguna ocasión, que los demás consejeros no representan al socio de control, sino a la sociedad.

que se le podría oponer es que la mejor garantía de que las cautelas *ex ante* cumplan su función profiláctica es justamente que la transacción sea susceptible de revisión judicial *ex post*. El sistema debe sustentarse en la firmeza de la responsabilidad de los socios de control en tanto *inside managers*. De otra manera, se corre el riesgo de que los procedimientos y las formalidades sean una vaselina que permita autorizar cualquier operación conveniente para el socio de control.

Por otro lado, cabría preguntarse si las operaciones vinculadas del socio de control de cierta envergadura deberían someterse a la aprobación de la junta, por analogía con el art. 230 LSC que somete a la aprobación de la junta las operaciones vinculadas del administrador o persona vinculada cuando la transacción sea superior al 10% de los activos sociales. Se trata de una medida profiláctica de transacciones relevantes con conflicto de interés. Con todo, esta regla, a mi juicio, peca tanto por defecto como por exceso. Por defecto, pues hubiera tenido más sentido que se hubiera diseñado derechamente una regla MOM para fiscalizar tales transacciones, pues quien verdaderamente tiene riesgo de llevarla a cabo es el socio de control (o el administrador en su interés). Con todo, desde una perspectiva sistemática, habría que entender que el socio vinculado ha de abstenerse de votar en junta, pues de lo contrario, la regla quedaría vacía de contenido¹¹⁶. Pero la regla también peca por exceso, porque dónde de veras la regla tiene trazas de hacer mella es en los grupos de sociedades. Y como los grupos ponen en pie un mercado interno entre las sociedades que lo conforman, el *trade-off* entre lo que se da y lo que se quita ha de seguir otros cálculos¹¹⁷.

Más problemática parece a primera vista la introducción voluntaria de la regla MOM en operaciones transaccionales, cuando justamente es en este ámbito dónde se ha probado su eficacia. Con todo, el art. 161 LSC abre, a mi juicio, la vía para llevarlo a cabo al prever la autorización de la junta para determinados asuntos de gestión, como serían las transacciones interesadas de los socios de control. Lo que sucede es que efectivamente, en la medida en que el socio controla la junta, la aprobación por parte de la misma de las operaciones vinculadas del socio de control no sirve para mucho. También en este caso estaría en manos de los socios de control el compromiso de someterse a una regla MOM.

Para cerrar este bloque de medidas procedimentales o profilácticas, resta un apunte adicional. La conclusión a la que nos conducen las reflexiones anteriores es que el *enforcement* de los deberes de lealtad en sentido estricto de los socios de control no se pueden confiar en exclusiva, como se hace, a la impugnación de los acuerdos sociales. La impugnación es un instrumento defectuoso para frenar la expropiación del socio de control, y la prueba está en que en la experiencia española no ha servido para tal fin. La impugnación vale, quizás, para restituir el orden social quebrantado conforme al

¹¹⁶ V. JUSTE, (2015, p. 420).

¹¹⁷ STS 5151/2015, Id Cendoj: 28079110012015100666. En relación con el deber de lealtad de los administradores concluye que "este deber de lealtad viene referido al interés de la sociedad que administra, no al de otras, aunque pertenezcan al mismo grupo, aunque sea la sociedad dominante, ni a otros intereses formalmente ajenos, como es el que se ha venido en llamar "interés del grupo".

ordenamiento y los estatutos; objetivo que a muchos académicos les parecerá primordial, pero que tiene poco impacto en los incentivos de los socios y en disciplinar sus conflictos de interés. El aspecto más débil de la impugnación de acuerdos sociales en tanto mecanismo de rendición de cuentas de los socios de control es que no disuade, no previene suficientemente el comportamiento desleal. Lo peor que puede suceder al socio de control si la litigación tiene éxito es que la operación proyectada no se lleve a término. Pero aparte de cierto coste reputacional, no mucho se pierde con intentarlo. Para evitar conductas desleales hay que aumentar el precio de la deslealtad. Esto sí que se ha hecho, con buen criterio, en materia de responsabilidad de los administradores. Si optamos por tomarnos en serio el problema de la extracción de beneficios privados por obra de los socios de control sería conveniente habilitar los mecanismos de responsabilidad de los administradores para obligar a los socios de control a rendir cuentas de manera efectiva.

4. Conclusiones

A modo de conclusión, me gustaría compartir una breve reflexión sobre nuestro derecho de sociedades. Liderados por la doctrina alemana, las jurisdicciones europeas nos hemos especializado en el pasado siglo XX en la construcción y articulación de un derecho de sociedades pensado para regular al detalle las sociedades no cotizadas. El alto nivel de elaboración y de sistematización está a la vista. Mi impresión es que este modelo -que ha sido fructífero y útil- se encuentra encallado en una profunda crisis. Por un lado, el sistema que conocemos no tiene las claves para entender, racionalizar y dar respuesta adecuada a los retos de las sociedades cotizadas, que son sustancialmente distintos a los de las sociedades no cotizadas. Nuestro kit societario está diseñado para racionalizar la distribución del control entre los socios en las distintas formas de sociedad cuando todos los socios son *insiders*, mientras que en las sociedades cotizadas los socios o inversores externos son, por definición, *outsiders*. Nótese, sin embargo, que ese derecho de la sociedad no cotizada se aplica en bloque a la cotizada, que merecería una regulación autónoma y propia (se parecen mucho más una sociedad limitada y una sociedad anónima cerrada de lo que lo hacen entre sí las sociedades anónima cotizada y no cotizada). Por otro lado, el derecho de sociedades resulta supérfluo o excesivo en relación con las sociedades no cotizadas, porque las partes tienen en su poder -y es sensato que así sea- regular al milímetro y a su conveniencia su relación contractual. Estas sociedades son ante todo contratos. A mi juicio, el recorrido a través de la elaboración societaria de los deberes de lealtad de los socios ilustra bien este extremo.

5. Bibliografía

Jesús ALFARO ÁGUILA-REAL (1995), *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas ediciones, Madrid.

Jesús ALFARO ÁGUILA-REAL (2005), "Los problemas contractuales de las sociedades cerradas", *InDret* 4/2005 (www.indret.com).

Jesús ALFARO ÁGUILA-REAL/Aurora CAMPINS (2011), "El abuso de la mayoría en la política de dividendos. Un repaso por la jurisprudencia", *Otrosí*, nº 5, enero-marzo 2011, pp. 19 ss.

Vladimir ATANASOV (2005), "How Much Value Can Blockholders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions", *Journal of Financial Economics*, Volume 76, Issue 1, April 2005, pp. 191-234.

Vladimir ATANASOV/Bernard BLACK/Conrad CICCOTELLO/Stanley GYOSHEV (2010), "How Does Law Affect Finance? An Examination of Equity Tunneling in Bulgaria", *Journal of Financial Economics*, Volume 96, Issue 1m April 2010, pp. 155-173.

Vladimir ATANASOV/Bernard BLACK/Conrad CICCOTELLO (2011), "Law and Tunneling", *Journal of Corporation Law*, Volume 37, pp. 1-49. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1444414>.

Ian AYRES/Robert GERTNER (1989), "Filling Gaps in Incomplete Contracts. An Economic Theory of Default Rules", *99 Yale Law Journal* 87 (1989).

Stephen M. BAINBRIDGE (2002), *Corporation law and economics*, Foundation Press, New York.

Douglas G. BAIRD (2006), "Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: The Role of Fraudulent Transfer Law", *European Business Organization Law Review*, Issue 1, March 2006, pp. 199-215.

Lucian BEBCHUCK/Alon BRAV/Robert J. JACKSON, Jr./Wei JIANG (2013), "Pre-disclosure accumulations by activist investors: evidence and policy", *Journal of Corporation Law*, Volume 39, No. 1, pp. 1-34.

Marianne BERTRAND/Paras MEHTA/Sendhil MULLAINATHAN (2002), "Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 1 (Feb., 2002), pp. 121-148.

Marianne BERTRAND/Sendhil MULLAINATHAN (2001), "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 3 (Aug., 2001), pp. 901-932.

Henk BERKMAN, Rebel A. COLE, y Jiang L. FU (2009), "Expropriation Through Loan Guarantees to Related Parties: Evidence from China", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, No. 1, pp. 141-156.

Bernard S. BLACK/Reinier KRAAKMAN/Anna TARASSOVA (2000), "Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?", *Stanford Law Review*, Vol. 52, pp. 1731-1808.

Margaret M. BLAIR (2003) "Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century", *UCLA Law Review*, Vol. 51, No. 2, pp. 387-455.

Henry N. BUTLER & Larry E. Ribstein (1990), "Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians", *65 Wash. L. Review*, 1, January 1990, pp.

Cahn/v. SPANNENBERG, , *Kommentar zum Aktiengesetz*, Spindler/Stilz (ed), §53 a, marginal 38, p. 551;

Guido CALABRESI / A. Douglas MELAMED (1972), "Property rules, liability rules and inalienability rules", 85 *Harv. L. Rev.*, No. 6, April 1972, pp. 1089-1128.

Ángel CARRASCO PERERA (2013), "Racionalidad económica y deberes de lealtad de los socios", *Foro de Derecho Mercantil: Revista internacional*, Bogotá, Legis editores, nº 40, pp. 127-150.

Matthew CONAGLEN (2010), *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-fiduciary Duties*, Hart Publishing, Oxford.

Matthew CONAGLEN (2005), "The nature and function of fiduciary Loyalty", 121 *L. Q. Rev.*, pp. 425 ss;

Sofie COOLS (2014), "The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion", 11 *European Company and Financial Law Review*, No. 2 (Jun 2014), pp. 258-296.

Robert COOTER y Bradley J. FREEDMAN (1991), "The fiduciary relationship: Its economical character and legal consequences", 66 *New York University Law Review*, pp. 1045-1075.

Jens DAMMANN (2008), "Corporate Ostracism: Freezing out Controlling Shareholders" *Journal of Corporation Law*, Vol. 33, No. 3, pp. 681-694.

Jens DAMMANN (2014), "The mandatory Law puzzle: redefining American exceptionalism in corporate Law" 65 *Hastings Law Journal*, (2014), pp. 441-499;

Harold DEMSETZ y Kenneth LEHN (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences", 93 *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6 (Dec, 1985), pp. 1155-1177.

Simeon DJANKOV, Rafael LA PORTA, Florencio LÓPEZ-DE-SILANES, y Andrei SHLEIFER (2008), "The Law and Economics of Self-Dealing", 88 *Journal of Financial Economics*, No. 3 (Jun, 2008), pp. 430-465.

M. DREHER (1993), "Treuepflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung", 157 *ZHR* (Apr. 1993), pp. 150-171.

Alexander DYCK y Luigi ZINGALES (2004) "Private benefits of control: An international comparison", *The Journal of Finance* 59 (2), pp. 537-600;

Frank H. EASTERBROOKE & Daniel R. FISCHER (1993), "Contract and Fiduciary Duty", 36 *The Journal of Law & Economics*, No. 1, Part 2 (Apr. 1993), pp.425-446.

Paul H. EDELMAN, Randall S. THOMAS, and Robert B. THOMPSON (2014), "Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism", 87 *Southern California Law Review*, pp. 1359-1434.

Luca ENRIQUES (2015), "Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)", 16 *European Business Organization Law Review*, pp.1-37.

Luca ENRIQUES (2002), "Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan", *European Business Organization Law Review*, 3 (2002), pp. 756-821.

Luca ENRIQUES *et al.* (2009), *The Anatomy of Corporate law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford.

Guido FERRARINI and Paolo GIUDICI (2005), "Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case", ECGI- Law Working Paper No. 40/2005 (May 2005) (papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=730403).

FLEISCHER, en *Aktengesetz Kommentar*, K. Schmidt/M. Lutter, (ed), (2015), §53 a, marginal 50, p. 801. También marginales 57 y 58, p. 806.

FLEISCHER, *AktG § 93 Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder*, Spindler/Stilz, *Aktiengesetz*, 2. Auflage 2010.

Werner FLUME (1983), *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts: Die Juristische Person*, Springer, Berlin.

Tamar FRANKEL (2011), *Fiduciary Law*, Oxford University Press, Oxford.

Jesse M. FRIED, "The illusory promise of pre-emptive rights", Harvard Law School, October 10, 2015, (www.law.uchicago.edu/files/file/the_illusory_promise_of_pre_emptive_rights_1-12-16_pdf.pdf).

J. GARCÍA DE ENTERRÍA *et. al* (2009), *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático al Real Decreto 1066/2007 de 27 de Julio*, Civitas-Thomson Reuters, Madrid.

Martin GELTER (2011), "Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light", *7 NYU J. L. & BUS.*, pp. 641-730.

Martin GELTER (2012), "Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?", *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 37, no. 3, pp. 877-878.

Ronald J. GILSON and Jeffrey N. GORDON (2013) "The agency costs of agency capitalism: Activist investors and the revaluation of governance rights", *Columbia Law Review*, pp. 863-927.

José GIRÓN TENA (1976), *Derecho de sociedades: Parte general. Sociedades colectivas y comanditarias*, Madrid.

Zohar GOSHEN (2003), "The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality", *91 California Law Review*, No. 2, pp. 393-438.

Zohar GOSHEN and Assaf HAMDANI (2013) "Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control", ECGI - Law Working Paper No. 206 (ssrn.com/abstract=2228194).

María GUTIÉRREZ URTIAGA y María Isabel SÁEZ LACAVE, "La política de dividendos de las empresas con accionistas de control", *InDret* 3/2014 (www.indret.com)

María GUTIÉRREZ URTIAGA y María Isabel SÁEZ LACAVE (2014), "A Contractual Approach to Discipline Self-Dealing by Controlling Shareholders", ECGI Law Working Paper 138/2010, May 22, 2014 (papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2440663).

- Yishay YAFEH/ Assaf HAMDANI (2013), "Institutional Investors as Minority Shareholders", *Review of Finance* (2013) 17, pp. 691-725.
- Hartwig HENZE (1996), *Die Treuepflicht im Aktienrecht*, BB 1996, 489.
- Hartwig HENZE (1991), "Zur Treuepflicht unter Aktionären", *Festschrift A. Kellermann*, ZGR Sonderheft 10, p. 141.
- Hartwig HENZE y Not, *AktG Grosskom.*, §53a, marginales 20-21, pp. 103-104.
- Albert O. HIRSCHMAN (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, MA: Harvard University Press, Cambridge.
- Klaus J. HOPT y Herbert WIEDEMANN (1999), *AktG Grosskommentar*, Volum 14; Volumes 118-120, Walter de Gruyter & Company, Berlin-NuevaYork.
- Alfred HUECK (1947), *Der Treuegedanke im modernen Privatrecht*, Verlag der Bayerischen Akademie der Wissenschaften.
- Alfred HUECK (1935), *Der Treuegedanke im Recht der offenen Handelsgesellschaft*, Frommannsche Buchhandlung Walter Biedermann.
- Ulrich IMMENGA (1992), "Bindung von Rechtsmacht durch Treuepflichten", in M. LUTTER *et al.*, *Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz*, Schmidt, Köln, pp. 189-208.
- Ulrich IMMENGA (1970), *Die personalistische Kapitalgesellschaft*, Athenäum-Verl.
- Nerea IRÁCULIS ARREGUI (2013), *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid.
- Michael C. JENSEN y William H. MECKLING (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, No. 4, October 1976, pp. 305-360.
- Michael C. JENSEN (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, núm. 76 (2), pp. 323-329.
- Guohua JIANG, Charles M. C. LEE and Heng YUE (2010), "Tunneling through Intercorporate Loans: The China Experience", *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, No. 1, pp. 1-20.
- Simon JOHNSON, Rafael LA PORTA, Florencio LÓPEZ-DE-SILANES y Andrei SHLEIFER (2000), "Tunneling", *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, p. 22-27.
- Javier JUSTE MENCÍA (2015), "Comentario art. 230 LSC" y "Comentario art. 236 LSC", en Javier JUSTE MENCIA *et al.*, *Comentario de la reforma del régimen de sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Civitas, Madrid, pp. 413-425 y 443-462.
- Louis KAPLOW (1992), "Rules Versus Standards: An Economic Analysis", *42 Duke Law Journal*, pp. 557-629.
- David KERSHAW (2012), *Company Law in Context: Text and Materials*, Oxford University Press, Oxford.

Friedrich KÜBLER (1991), *Gesellschaftsrecht*, Heidelberg, 3 ed.

Marcus LUTTER (1998), "Treuepflichten und ihre Anwendungsprobleme", 162 *ZHR* (1998), p. 164.

Marcus LUTTER (1989), "Die Treuepflicht der Aktionärs-Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH", 153 *ZHR* (1989), pp. 446-471.

Mohsen MANESH (2012), "Contractual freedom under Delaware alternative entity law: evidence from publicly traded LPs and LLCs", 37 *Journal of Corporation Law*, Vol. 37, No. 3, pp. 555-619.

K. P. MARTENS (1990), "Die Treuepflichten des Aktionärs", en K. SCHMIDT (ed.), *Rechtsdogmatik und Rechtspolitik*, Berlin, pp. 251-252.

Reinhard MARSCH-BARNER (1993), "Treuepflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung. Prinzipienbildung und Differenzierung in der Praxis", *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 1993, pp.172-195

Joachim MEYER-LANDRAUT (1990), "Mehrheitscherrschaft und Treuepflicht im Aktienrecht", in Jürgen BRAND and Max BUSCH, *Marginalien zur unsichtbaren Universität, Festschrift für Josef Maria Häußling zum. 655. Geburtstag*, Otterbach, pp. 249-257.

Paul B. MILLER (2013), "Justifying Fiduciary Duties", 58 *McGill Law Journal*, p. 970-1023.

Jorge MIQUEL RODRÍGUEZ (2010), "Reflexiones sobre los deberes de fidelidad de los socios y accionistas, en Juan Carlos SAENZ GARCÍA et al., *Estudios de Derecho Mercantil: En memoria del profesor Aníbal Sánchez Andrés*, 2010, p. 453-470.

Randall MORCK, Andrei SHLEIFER, and Robert VISHNY (1988), "Management Ownership and Market Valuation", 20 *Journal of Financial Economics* 293.

Tatiana NENOVA (2003), "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics* 68, 3, pp. 325-351.

OECD (2009), *Guide on Fighting Abusive Related-Party Transactions in Asia*, Corporate Governance Series, OECD, Paris.

Marco PAGANO and Ailsa ROËLL (1998), "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to go Public", *Quarterly Journal of Economics*, 113 (1), pp. 187-225.

Mariana PARGENDLER (2008), "Modes of gap filling: Good faith and fiduciary duties reconsidered", 82 *Tulane Law Review*, pp. 1-42.

Melanie PASCHKE (1991), "Treuepflichten im Recht der juristischen Personen", in Ulrich HUBER y Erik JAYME, *Festschrift R. Serick*, Bonn-Heidelberg, pp. 315-321.

Cándido PAZ-ARES et al. (1993), *Comentario del Código Civil*, Madrid: Ministerio de Justicia.

Cándido PAZ-ARES (2015), "Anatomía del deber de lealtad", *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 39, pp. 43-65.

Pedro PORTELLANO DIEZ (1996), *Deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocios*, Civitas, Madrid.

Eric A. POSNER (2006), "There Are No Penalty Default Rules in Contract Law", *33 Fla. St. U. L. Rev.*, 2005-2006, pp. 563-588.

Andrés J. RECALDE CASTELLS (1993), "Deberes de fidelidad y exclusión del socio incumplidor en la sociedad civil. Comentario a la STS (Sala 1) de 6 de marzo de 1992", *La ley*, p. 304-316.

Andrés J. RECALDE CASTELLS, "Comentario al art. 160 LSC" y "Comentario al art. 190 LSC", en Javier JUSTE MENCIA *et al.*, *Comentario de la reforma del régimen de sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Civitas, Madrid, pp. 29-50 y 67-88.

Larry E. RIBSTEIN (2011), "Fencing fiduciary duties", *91 Boston University Law Review*, pp. 889-920.

Larry E. RIBSTEIN (2005), "Are partners fiduciaries?", *U. Ill. L. Rev.*, Vol. 2005, pp. 209-252.

Isabel RODRÍGUEZ DÍAZ (2015), "El administrador oculto", *138 RDBB (2015)*, pp. 7-48.

E. ROCK y M. WACHTER (1999), "Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific assets and Minority Oppression in the Close Corporation", *24 Journal of Corporation Law*, p.913-948.

"Röhricht "Treuepflichten der Aktionäre, insbesondere des Mehrheitsgesellschaftstellers", in Peter HOMMELHOFF, Klaus J. HOPT and Axel v. WERDER, *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, Otto Schmidt, 2003.

Fernando SÁNCHEZ CALERO (2009), *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Civitas, Madrid.

Robert E. SCOTT & George G. TRIANTIS (2006), *Anticipating Litigation in Contract Design*, *115 Yale Law Journal*, 814, pp. 840-44.

Karsten SCHMIDT (2002), *Gesellschaftsrecht*, Carl Heymanns Verlag.

Christoph H. SEIBT (2014), "Sanierungsgesellschaftsrecht: Mitgliedschaftliche Treuepflicht und Grenzen der Stimmrechtsausübung in der Aktiengesellschaft", *ZIP 2014*, pp. 1909-1916.

Jae-Seung BAEK, Jun-Koo KANG, y Inmoo LEE (2006), "Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols", *61 The Journal of Finance*, Vol 61., No. 5 (Oct, 2006), pp. 2415-2449.

Robert SITKOFF (2011), "The economic structure of fiduciary law", *91 Boston University Law Review*, pp. 1039-1049.

Gerald SPINDLER *et al.* (2008), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Verlag C.H., München, 3ª edición.

Marco VENTORUZZO (2015), "The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat" (March 5, 2015), Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2574236 (papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2574236).

Fernando VIVES RUIZ, "Los conflictos de interés de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil", *Revista Bimestral del Ilustre Colegio Notarial de Madrid*, No. 60.

Gerhard WAGNER (2006), "Distributions to shareholders and fraudulent transfer law", 7 *EBOR*, No. 1, p. 217-231.

Herbert WIEDEMANN (1974), "Unternehmerische Verantwortlichkeit und formalen Unternehmensziele in einer zukünftigen Unternehmensverfassung. Eine rechtsvergleichende und rechtspolitische Studie", in Harry WESTERMANN *et al.*, *Wirtschaftsfragen der Gegenwart : Festschrift für Carl Hans Barz zum 65. Geburtstag*, Berlin-New York: De Gruyter, p. 561.

Herbert WIEDEMANN (1991), "Zu den Treuepflichten im Gesellschaftsrecht", *Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. September 1991*, pp. 949-966.

Herbert WIEDEMANN (1989), "Anmerkungen zum Linotype-Urteil", *JZ* (1989), p. 447.

Herbert WIEDEMANN (1976), "Die Bedeutung der ITT-Entscheidung", *JZ* (1976), No 13, pp. 392-397.

Martin WINTER (1988), *Mitgliedschaftliche Treuebindungen im GmbH-Recht* (1988), Dissertation München, pp. 95-120.

Wolfgang ZÖLLNER (1963), *Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden*, Beck.

Wolfgang ZÖLLNER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz: Kölner Komm AktG*, Carl Heymanns Verlag.