

La ley, el mercado y el gobierno de las sociedades

Cándido Paz-Ares

Abogado. Catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad Autónoma de Madrid.

1 Introducción.

Estas páginas constituyen una reelaboración de las que preparé para sumarme al merecido homenaje que los mercantilistas españoles hemos rendido al profesor Sánchez Calero con motivo de su jubilación de la cátedra universitaria. Su objeto es ofrecer un breve balance del debate sobre el gobierno corporativo que ha tenido lugar en España durante los últimos años, para lo cual seguramente resulta oportuno remontarse a la última reforma de la legislación de sociedades, que fue realizada en 1989 con objeto de adaptar la normativa doméstica a las directivas comunitarias. Debo admitir que fueron muchas las cosas que no se hicieron entonces (por ejemplo, completar la reforma de la ley de limitadas, que tardaría aún unos años en llegar), pero lo que no se hizo -lo que no se hizo por antonomasia, si se me permite tan irregular expresión- fue acometer la reforma de los órganos de la sociedad anónima. Esta fue la “cuestión pendiente” por excelencia, la falta de intervención que tantos han recriminado al legislador, el agujero negro de aquella obra legislativa que, con sus luces y sus sombras, ha tenido en general una buena acogida. Sobre ella centraré mi atención.

2 Dos modelos antagónicos.

Para comenzar he de recordar algo sabido, y es que si la cuestión pendiente de la reforma de 1989 fue la relativa a los órganos sociales es porque por aquellas fechas no estaba aprobada la Quinta Directiva. De haberlo estado, es seguro que hoy tendríamos reformado el gobierno de la sociedad anónima. Dicen que no hay mal que por bien no venga. Y así debe ser, porque el retraso de la Quinta Directiva, tan lamentado entonces, ha acabado siendo una bendición. Ésta es al menos la percepción de quien escribe. Pienso, en efecto, que la circunstancia ha sido feliz porque ha impedido la administrativización del gobierno corporativo a la que

irremediablemente abocaba la normativa comunitaria y, al propio tiempo, ha dejado espacio para que la discusión se enriqueciera con el punto de vista empírico de la microeconomía y de la ciencia de las finanzas y ha facilitado experiencias en el campo de la regulación hasta entonces inéditas entre nosotros. Me refiero fundamentalmente al *Informe Olivencia*, que, para bien o para mal -yo quiero pensar que para bien-, ha venido a cubrir en parte el hueco de aquella reforma pendiente, aunque sea bajo la inspiración de principios opuestos a los que la habrían inspirado de haberse llevado a cabo tempestivamente.

Las tres opciones básicas del *Informe Olivencia*: (i) la opción por una definición contractual del interés social; (ii) la opción por un modelo unitario de Consejo supervisor; y, (iii) la opción por la planificación meramente indicativa del gobierno de la sociedad anónima- se contraponen, en efecto, a las que han estado detrás de todos los trabajos preparatorios de la Quinta Directiva y aún hoy parecen animar al sector más nostálgico de nuestra doctrina. Unos y otros, en ocasiones claramente y en otras menos claramente, se inclinan, en efecto: (i) por un entendimiento institucional del interés social; (ii) por un modelo gerencial del Consejo y la creación de un órgano de supervisión separado; y, (iii) por una regulación imperativa de la estructura y funcionamiento de los órganos de gobierno sociales. Seguidamente discutiré estos tres puntos con el propósito de mostrar que las líneas generales por la que ha discurrido la evolución en estos últimos años están bien encaminadas. La propia reflexión pondrá de manifiesto aquellos aspectos particulares que, llegado el caso, podrían beneficiarse de una intervención legislativa.

3 Interés social y valor de la empresa.

Un sistema de gobierno sólo puede ser consistente si dispone de antemano de un objetivo que alcanzar claro

y preciso. En nuestra tradición jurídica, ese objetivo -el objetivo que proporciona las pautas a que han de arreglarse los distintos órganos de la sociedad en el ejercicio de sus funciones- se conoce bajo el nombre de **interés social**. La expresión no es precisamente un modelo de claridad, y de hecho se ha prestado a elucubraciones de la más variada índole⁽¹⁾. Extremando mucho las cosas, puede afirmarse que existen dos versiones o interpretaciones del interés social. La primera se funda en una **visión institucional** de la compañía y, por tanto, hace coincidir el interés social con una suerte de interés autónomo de la empresa, en el que se congeniarían y sintetizarían los intereses no siempre convergentes de los distintos grupos que en ella participan (accionistas, trabajadores, proveedores, clientes, comunidad local, intereses públicos, etcétera)⁽²⁾. La segunda obedece a una **visión más contractual** de las relaciones que tienen lugar en la empresa, de conformidad con la cual, el interés social -el interés de la compañía- se identificaría básicamente con el interés de los accionistas. Esta última interpretación es probablemente la que prevalece en la doctrina mercantilista y en la jurisprudencia española y, en nuestra opinión, no necesita ser reformada. Lo que necesita es ser depurada, pues sólo así podrá ser operativa a la hora de orientar la formación de la cultura corporativa, formular las directrices de actuación de los

gestores y establecer los estándares para la evaluación o medición de sus rendimientos. El *Informe Olivencia* algo ha hecho en esta dirección al decantarse por la fórmula de la **maximización del valor de la empresa**, la fórmula en boga para referirse al criterio de la maximización de la riqueza de los accionistas⁽³⁾. La primacía o prioridad de este criterio es fácil de comprender desde el punto de vista jurídico: la cláusula del interés social tiene por finalidad cubrir las lagunas del contrato de sociedad (es como la cláusula de la buena fe en el artículo 1258 del Código Civil), y siendo así ha de interpretarse tratando de imaginar lo que habrían pactado las partes, lo cual nos lleva evidentemente a fórmulas de maximización de sus intereses.

Desde el punto de vista económico o financiero, hay también varias razones que avalan el punto de vista contractual. La primera se funda en las propias exigencias de los mercados competitivos, en los que difícilmente pueden sobrevivir empresas o naciones con empresas que se guíen por otros criterios, pues la inversión se desplazará hacia aquellas que prometan más valor⁽⁴⁾. La segunda apela a consideraciones de practicabilidad, a las que debemos ser especialmente sensibles los juristas. La formulación del interés social en términos de maximización del valor de la empresa proporciona al Consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz neta y clara que

- (1) Es de señalar, no obstante, que las reflexiones sobre esta materia denotan una cierta pobreza, explicable sin duda en atención a la escasa permeabilidad, por no hablar de hermetismo, del discurso jurídico convencional al debate sobre los objetivos empresariales que desde hace tiempo ocupa a los economistas de la empresa y, en especial, a los estudiosos de la estrategia empresarial (para una pincelada, con ulteriores indicaciones bibliográficas, ver DE ANDRÉS ALONSO, P. *Contratos, recursos y creación de valor: Un análisis de la empresa española*. Valladolid, 1998. pp. 22-23).
- (2) La ambigüedad connatural a esta clase de planteamientos se refleja de manera elocuente en la definición que ofrece el *Informe Vienot*: "*L'intérêt social peut ainsi se définir comme l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise*". (*Informe Vienot*. I, 1. p. 5).
- (3) La opción es suficientemente clara y precisa y, desde luego, preferible a otras -por ejemplo, crecimiento de la empresa, solidez de su estructura financiera, estabilidad, etcétera-, que con frecuencia se utilizan como caballos de Troya para justificar decisiones que no están adoptadas precisamente en atención a los intereses de los accionistas. Es ilustrativo, por ejemplo, el tema del *free cash flow* o de la deuda. Como es sabido, los gestores tienen propensión a no devolver a los accionistas la tesorería discrecional y a mantener al nivel más bajo posible el apalancamiento financiero de la sociedad. El pretexto es siempre el mismo: reducir el nivel de riesgo de la empresa. Pero no es nada claro que ello vaya en beneficio de los accionistas y, desde luego, lo es que beneficia a los propios gestores, pues amplía sus dominios (con nuevas inversiones) y reduce la disciplina que les impone el servicio de la deuda (sobre la cuestión es clásico el estudio de JENSEN, M. C. *Agency costs of free cash flow, Corporate Finance and takeovers*. En: *American Economic Review*, 1986. pp. 323 y ss.; y también del mismo autor, *Proprietarios y gerentes frente al cash flow libre: la experiencia americana*. En: AA.VV. *Gobierno de la empresa*. Madrid, 1996. pp. 150 y ss.).
- (4) Y no es sólo que el principio de maximización del valor reduzca el coste del capital (y con ella favorezca la financiación de las empresas); también mejora la asignación de recursos: una empresa que maximiza sus rendimientos produce hasta el punto en que los precios igualan los costes marginales, que es el punto donde la producción de una unidad adicional de *output* entraña dispendio o devastación de recursos, puesto que su coste es mayor que su valor (es decir, del precio que los consumidores están dispuestos a pagar por ella). Nuestra propia experiencia muestra que a medida que se ha intensificado la competencia en los mercados de capitales -promovida por la globalización-, nuestras empresas se han visto y se están viendo obligadas a pasar de estrategias de seguridad (crecimiento, diversificación, solvencia) a estrategias de creación de valor (es reveladora al respecto la evidencia que aporta EGUIDAZU MAYOR, S. *Creación de valor y gobierno de la empresa en España*. Madrid, 1999. pp. 261 y 280 y ss.

facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones⁽⁵⁾. La tercera razón que justifica la primacía del interés de los accionistas se funda en la necesidad de acomodar el diseño de la organización a los incentivos de las partes. Hay que tener en cuenta en este sentido que los accionistas perciben la renta residual de la empresa y soportan su riesgo residual y, por tanto, el arreglo de sus intereses pasa necesariamente por la previa satisfacción de lo contractualmente prometido a los demás. Los accionistas son, desde este punto de vista, los titulares de las inversiones más vulnerables⁽⁶⁾.

Nada de esto quiere decir, sin embargo, que el Consejo y la administración de la compañía hayan de perseguir los intereses de los accionistas a toda costa, desconsiderando o considerando insuficientemente los de otros miembros de la empresa y de la comunidad en que se ubica. Todo lo contrario. Como certeramente señala el *Informe Olivencia*, que en este punto se ha inspirado sin duda en los *Principles of Corporate Governance* del American Law Institute, el interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que necesariamente habrá de desarrollarse cumpliendo con las exigencias impuestas por el Derecho (por ejemplo, normas fiscales o medio-ambientales); respetando de buena fe los contratos explícitos e implícitos concertados con otros *stakeholders* (trabajadores, proveedores, acreedores, etcétera)⁽⁷⁾; y, en general, observando aquellas exigencias éticas que razonablemente sean apropiadas para la responsable conducción de los negocios⁽⁸⁾. En otros términos: como los intereses y riesgos de los demás *stakeholders* son fijos, su satisfacción se realiza cumplimentando las correspondientes obligaciones legales y contractuales. En cambio, siendo los intereses de los accionistas residuales, su satisfacción se realiza bajo un imperativo de maximización.

4 El Consejo de Administración: un modelo supervisor.

El imperativo de maximización del valor de la empresa implica también una estructura del gobierno de la sociedad que contenga al máximo el conflicto de intereses connatural a una organización en la que están separadas la propiedad y el control y, en este sentido, me parece que el *Informe Olivencia* se sitúa también en la senda adecuada. El modelo de órgano administrativo que subyace al *Informe Olivencia* no es ciertamente un modelo gerencial, ni un modelo representativo o participativo, sino un **modelo de supervisión**, dentro del cual el principal cometido del Consejo de Administración es controlar al equipo gestor de la compañía que actúa bajo la dirección del primer ejecutivo; y de este modo reducir los costes de agencia derivados de la separación entre propiedad y control. No faltan ciertamente quienes ponen en duda la compatibilidad de fondo entre el modelo de supervisión y el modelo recibido (el modelo que subyace a la legislación en vigor⁽⁹⁾). En cualquier caso, las dudas se revelan más bien infundadas, pues aun cuando es cierto que el modelo recibido concibe el Consejo de Administración fundamentalmente como un órgano de gestión, no lo es menos que no opone ningún reparo a que se estructure, a través de las correspondientes “delegaciones de facultades” -orgánicas o meramente contractuales-, como un órgano de vigilancia. Bajo este punto de vista, la ventaja de la ley vigente radica en su enorme neutralidad funcional y, consiguientemente, en el amplio margen de maniobra que deja a las partes para organizar a su conveniencia el gobierno de la sociedad.

Una cosa es, sin embargo, la cuestión de legalidad y otra -más importante para esta reflexión- la cuestión de la oportunidad. Podría estimarse, en efecto, que

- (5) Éste es un punto de importancia crucial, pues obviamente bajo el entendimiento institucional siempre es más fácil justificar cualquier decisión -tal vez decisiones realizadas en el propio interés de los ejecutivos- apelando a la necesidad de componer distintos intereses. Si a los consejeros se les instruye para que sirvan los intereses de todos los *stakeholders* pueden sentirse confundidos en la determinación de sus responsabilidades, y esto ciertamente puede minar su *accountability*. Recientemente ha tratado el tema con gran penetración. JENSEN, M.C. *Value maximization, Stakeholder Theory, and the corporate objective function*. En: *European Financial Management Review*, 7, (2001), pp. 297 ss.
- (6) Éstos son los argumentos centrales del enfoque contractual (recojo la síntesis de ROMANO, R. *The genius of American Corporate Law*. Washington, 1993, pp. 2-3; para mayores desenvolvimientos ver MACEY, J. E. y MILLER, G. P. *Corporate stakeholders: A contractual perspective*. En: *Univ. Toronto L. Rev.*, 43, 1993, pp. 401 y ss; en nuestra literatura, ALFARO, J. *Interés social y derecho de suscripción preferente*. Madrid, 1995, pp. 51 y ss.).
- (7) La referencia a las exigencias de los contratos implícitos es suficiente para conjurar el riesgo de que no se ponderen adecuadamente los intereses de los *stakeholders* y, singularmente, de los trabajadores (sobre el tema es de gran interés el libro de BLAIR, M. M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for twenty-first century*. Washington, D.C., 1995).
- (8) AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance*. Vol. I. Minnesota: St. Paul, 1994, pp. 62-63.
- (9) Es de advertir que el modelo recibido nunca ha podido encarnarse en la realidad de las sociedades de gran tamaño (al respecto me permito reenviar al lector a las indicaciones que ofrecía ya en PAZ-ARES, C. *La distribución de poderes en la moderna sociedad anónima. Teoría crítica de M. A. Eisenberg*. RDM, 1977, pp. 171 y ss.).

resulta más adecuada la previsión de un modelo gerencial de Consejo acompañada de la creación de un órgano separado de vigilancia al que quedasen confiadas las tareas de supervisión. La ventaja del sistema dualista radicaría así en la clarificación de las distintas competencias y responsabilidades mediante su separación formal⁽¹⁰⁾. Pero es justamente en esa separación formal que se considera tan deseable donde radica el mayor problema. La ventaja del sistema monista configurado de conformidad con el modelo de supervisión radica precisamente en que separa las funciones, pero no separa las responsabilidades. Y como fácilmente se advierte, **la vía más adecuada para hacer efectivo el control consiste en responsabilizar de la gestión al propio órgano de supervisión**. Mediante este proceso de internalización por el Consejo de las consecuencias de la gestión delegada al equipo ejecutivo se crean, en efecto, los incentivos más correctos para alcanzar los fines deseados⁽¹¹⁾.

La separación o aislamiento de las funciones de gestión y de vigilancia propia del sistema dualista no es coherente, por lo demás, con la naturaleza compleja - imbricada o entrelazada- del proceso decisorio⁽¹²⁾. Si tuviéramos que abrir la caja negra del proceso de decisión, veríamos que éste se descompone en cuatro fases: (i) **iniciación** (generación de propuestas para el empleo de recursos); (ii) **ratificación** (elección de las iniciativas que deben ponerse en marcha); (iii) **ejecución** (realización de los proyectos adoptados); y, (iv) **evaluación** (verificación del desempeño e implementación del sistema de penalizaciones y recompensas). Pues bien, el genio del sistema monista radica precisamente en la vinculación de las facultades impares -las de estrategia y control- dentro de la función de supervisión; y las facultades pares -las de iniciativa y ejecución- dentro de la función gerencial, asegurando de este modo alternante o alternativo un nexo de continuidad entre la gestión (que se deja en manos del equipo ejecutivo) y la supervisión (que es retenida por el Consejo)⁽¹³⁾. El aspecto crucial,

la solución que proponemos es relativamente sencilla. Lo único que hace falta es tomarse en serio el deber de lealtad de quienes gobiernan la sociedad

como se habrá advertido, está en la inclusión de la estrategia dentro del núcleo fundamental de la llamada función de supervisión.

El establecimiento de una separación funcional -que no formal- entre decisiones de gestión (delegadas en el equipo ejecutivo) y las decisiones de control (reservadas al Consejo) constituye ciertamente una condición necesaria para que el Consejo pueda desempeñar eficazmente su papel de mecanismo de gobierno. Sin embargo, no es condición suficiente. La efectividad y credibilidad de un modelo de supervisión requiere además la adopción de ciertas medidas suplementarias sobre la composición y el funcionamiento del órgano (reducción del tamaño, racionalización de sus procedimientos, creación de comités de control, etcétera). Las recomendaciones más relevantes del *Informe Olivencia* van en esta dirección, y no es necesario detallarlas ahora. Lo que en este momento importa destacar es la importancia de las medidas encaminadas a preservar la independencia del Consejo frente al equipo ejecutivo, pues obviamente sólo así podrá garantizarse una supervisión eficaz del primero sobre el segundo. Esto no significa -ya lo hemos visto- que sea necesario crear un órgano de vigilancia distinto -es importante asociar estrategia y control-, ni tampoco implica que los ejecutivos deban quedar excluidos por entero del Consejo. Mientras se asegure que no se deshace o desfonda la relación de control, la presencia de ejecutivos en el

(10) Entre nosotros se ha defendido el modelo dualista con base precisamente en la necesidad de clarificar y separar las competencias de dirección y control evitando la "contradicción entre **utilidad orgánica y la diversidad de funciones**" del modelo unitario (ver, por ejemplo, ALONSO UREBA, A. *El Gobierno de las grandes empresas: reforma legal versus Códigos de Conducta*. pp. 124 y ss., especialmente 132-133. Ver también ESTEBAN VELASCO, G. *La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo*. pp. 165-166, ambos en ESTEBAN VELASCO, G. (Coordinador). *El Gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, 1999).

(11) La experiencia alemana del Consejo de Vigilancia es precisamente aleccionadora y, en este sentido, no constituye un buen argumento en pro de los sistemas dualistas: ver, con diversos énfasis, LUTTER, M. *Defizite für eine effiziente Aufschratsstätigkeit*. ZHR, 159, 1995. pp. 287 y ss. y SCHLEIFER, V. *Der Aufsichtsrat-nützlich oder überflüssig*. ZGR, 1993. pp. 63 y ss.

(12) En este sentido, consideramos que hay una diferencia radical entre el modelo monista (supervisor) y el modelo dualista. No pensamos que el modelo de supervisión que está detrás del *Informe Olivencia* sea un modelo dualista atenuado o una aproximación funcional al modelo dualista, como sugiere el profesor Gaudencio Esteban.

(13) Ver FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. *Separation of ownership and control*. En: *Journal of Law & Economics*, 26, 1983. pp. 303-304.

Consejo tiene al menos tres ventajas: primero, permite al Consejo observar y evaluar los procesos de toma de decisión y sus resultados (el Consejo obtiene así un conocimiento superior de la competencia de los ejecutivos, que puede llevarle a evitar errores en las designaciones o a corregirlos con mayor rapidez); segundo, puesto que el Consejo debe hacer elecciones entre proyectos de inversión alternativos, la presencia en él de ejecutivos ofrece la posibilidad de tener una información más abundante y precisa de la que proporciona una presentación formal; y, tercero, la participación de los ejecutivos en el Consejo puede ayudar a salvaguardar la relación de empleo entre ellos y la empresa, lo que es importante en vista de la insuficiencia de los mecanismos de *enforcement* implícitos y explícitos⁽¹⁴⁾. En resumen, en la medida en que la presencia del equipo gestor cumple esas funciones, sus representantes más destacados no deben quedar fuera del Consejo. Pero en la medida en que la función principal del Consejo es proveer una estructura de gobierno de

tutela de los accionistas, la participación en él de los ejecutivos no debe ser tan amplia o extensiva como para desvirtuar el cometido básico de supervisión que incumbe al Consejo⁽¹⁵⁾. La medida más efectiva para lograr la independencia se basa por tanto en la integración del Consejo por una mayoría de consejeros independientes⁽¹⁶⁾. La separación de los cargos de Presidente del Consejo y de Primer Ejecutivo de la compañía es también una medida eficaz, pero en ocasiones puede resultar muy costosa, y probablemente por ello la recomendación del *Informe Olivencia* en este punto es, más que tibia o tímida, prudente⁽¹⁷⁾.

5 Auto-regulación y fuerzas del mercado.

El tercer eje del debate español sobre el gobierno corporativo versa sobre la forma de realizar o implementar las reformas en curso. Se trata de la cuestión probablemente más controvertida en medios jurídicos. El *Informe Olivencia* se decanta fundamentalmente por

- (14) Estos aspectos han sido destacados por WILLIAMSON, O. E. *Corporate Governance*. En: *Yale Law Review*, 93, 1984, p. 1220. (Ver también WILLIAMSON, O. E. *Instituciones de la economía capitalista*. Traducción al español. México, 1989, pp. 319-320).
- (15) Estas observaciones son consistentes con la evidencia empírica disponible, que si bien muestra la conveniencia de que el Consejo se nutra de miembros ajenos a la línea ejecutiva, al propio tiempo pone de relieve que un Consejo demasiado externo -es decir, sin apenas ejecutivos- es inconveniente (ver FRASER, D. R. y ZHANG, H. *A Note on board of directors*. *Applied Economic Letters*, 2, 1995, pp. 103-105).
- (16) Debe observarse, con todo, que no hay acuerdo en la literatura, en la que detectamos dos aproximaciones básicas. La teoría de la "hegemonía del *management*" (generada en la literatura de la ciencia de la organización y el *management*) tiende a pensar que los consejeros externos están capturados por el equipo ejecutivo y que no son efectivos para asegurar las funciones de supervisión. Los argumentos principales son: (i) sesgos en el proceso de selección de los consejeros externos, que está dominado por el primer ejecutivo; (ii) constricciones en la capacidad de los consejeros externos de controlar efectivamente al *management* (control del Consejo por el Presidente, que es también el primer ejecutivo; escasez de información, menor pericia, cultura de cortesía en las salas de los consejos, etcétera); y, (iii) debilidad de los incentivos de los consejeros externos para vigilar (ver, por ejemplo, MONKS, R. A. G. y MINOW, N. *Corporate Governance*. Oxford, 1995, pp. 203 y ss., especialmente p. 224). Frente a esta aproximación, se alza la hipótesis del "control efectivo" (generada en la literatura de la economía financiera); una hipótesis que se basa en la existencia de incentivos apropiados (legales -responsabilidad- y de mercado -necesidad de preservar el capital reputacional-) y que, naturalmente, llega a conclusiones más bien opuestas. La evidencia empírica disponible parece confirmar esta última tesis (ver las revisiones realizadas por LIN, L. *The effectiveness of outside directors as a Corporate Governance mechanism: theories and evidence*. En: *Northwestern University Law Review*, pp. 922 y ss.; ROMANO, R. *Corporate Law and Corporate Governance*. En: *Industrial and Corporate Change*, 5 (1996), pp. 284 ss.; ZAHRA, S.A. y PEARCE, J.A. *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A review and Integrative Model*. En: *Journal of Management*, 15 (1989), pp. 291 ss.; MILLSTEIN, I.M. y McAVOY, P.W. *The active board of directors and performance of the largely publicly traded corporations*. En: *Columbia Law Review* (1998), pp. 1283 y ss.; BHAGAT, S. y BLACK, B. *The uncertain relationship between board composition and firm performance*. En: *Business Lawyer*, 54 (1999), pp. 921 y ss. e *ibi* ulterior información. De la literatura específica más antigua me gustaría recordar los estudios de ROSENSTEIN, S. y WYATT, J. G. *Outside directors, board independence, and shareholder wealth*. En: *Journal of Financial Economics*, 26, 1990, pp. 184 y ss.; HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. *The determinants of board composition*. En: *Rand Journal of Economics*, 19, 1988, pp. 590 y ss.; BAYSINGER, B. D. y BUTLER, H. N. *Corporate Governance and the Board of Directors: performance effects of changes on board composition*. En: *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, 1985, pp. 101 y ss.; SCHLLENEGER, M. H., WOOD y TASHAKORI. *Board of directors composition, shareholder wealth, and dividend policy*. En: *Journal of Management*, 15, 1989, pp. 463 y ss.
- (17) Los argumentos fundamentales que pueden esgrimirse a favor de la separación de cargos son los tres siguientes: (i) que el desempeño de ambos puestos requiere el desarrollo de diferentes capacidades y perspectivas de juicio; (ii) que la acumulación de ambos cargos concentra demasiado poder en manos de una única persona; y, sobre todo, (iii) que la combinación hace más difícil para el Consejo en su conjunto el eficaz desarrollo de la función de supervisión que tiene encomendada (así CADBURY, A.. *The company chairman*. Segunda Edición. Hertfordshire, 1995, pp. 98-109; ver también MONKS y MINOW. *Corporate Governance...*, pp. 189-191; JENSEN, M. C. *The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems*. En: *Journal of Finance*, 48, 1993, p. 867). La menor eficiencia de la acumulación de cargos aparece acreditada en alguna investigación empírica. En un estudio relativamente reciente se analizaron los consejos de los bancos comerciales americanos entre 1987 y 1990 y se observó que aquellos que tenían separadas las funciones de *chairman* y *CEO* exhibían menores costes y mayores rendimientos por activos que aquellos en los que ambas posiciones estaban acumuladas

un modelo de autorregulación y, en buena medida, confía en que las fuerzas del mercado -del mercado de productos, del mercado de capitales, del mercado del control y del mercado de ejecutivos- presionarán para que cada sociedad adopte la estructura de gobierno que maximice los rendimientos para los accionistas. Un amplio sector de los estudiosos del Derecho de Sociedades se han mostrado especialmente escépticos en este punto y por ello reclaman que las reglas de buen gobierno se incorporen a un texto legal de naturaleza imperativa⁽¹⁸⁾; en esta línea parece avanzar asimismo la regulación de las sociedades cotizadas recientemente aprobada por la Comisión General de Codificación en el marco de la elaboración de un borrador de Anteproyecto de Ley General de Sociedades.

Los argumentos aducidos a favor de la imperativización son de muy diversa índole, pero en última instancia se basan en la necesidad de preservar la tradición propia frente a lo que se consideran injertos foráneos (sin darse cuenta que la invocación de la tradición puede deberse, más que a razones de eficiencia, a razones de ineficiencia: dependencia del contexto o *path dependence*) y a la desconfianza atávica en los mercados para imponer las soluciones que favorecen al inversor (sin advertir que la evidencia empírica disponible en los mercados más desarrollados no soporta este punto de vista)⁽¹⁹⁾. No es éste lugar para detenerse en un análisis crítico de este punto de vista (que es el punto de vista de lo que acertadamente se llama el centralismo jurídico⁽²⁰⁾), ni de verificar los costes de una regulación imperativa⁽²¹⁾.

(ver PI, L. y TIMME, S. G. *Corporate control and bank efficiency*. En: *Journal of Banking and Finance*, 17, 1993. pp. 515 y ss.; a la misma conclusión ha llegado RECHNER, P. L. y DALTON, D. R. *CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis*. En: *Strategic Management Journal*, 12, 1991. pp. 155 y ss. y, menos concluyente, BALIGA, B. R., MOVER, R. C. y RAO, R. S. *CEO duality and firm performance: what's the fuss?* En: *Strategic Management Journal*, 7, 1996. pp. 41 y ss. Las razones más importantes que hablan en la dirección opuesta pueden resumirse así: (i) la acumulación proporciona a la compañía un liderazgo claro y neto tanto en el ámbito interno como en el ámbito externo; (ii) facilita el reclutamiento de las personas más competentes para encabezar las sociedades cotizadas; y, (iii) es la forma en que normalmente son conducidas las compañías por sus fundadores. Alguna evidencia empírica revela también que los costes de separación de cargos sean más elevados que los beneficios que proporciona en términos de independencia. (Ver: BRICKELEY, J. A. COLES, J. L. y JARRELL, J. *Leadership Structure: Separating the CEO and chairman of the Board*. En: *Journal of Corporate Finance*, 3, 1997. pp. 189 y ss.).

- (18) Este punto de vista está bien representado en la obra colectiva coordinada por el profesor ESTEBAN VELASCO, G. *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, 1999, de la que, a estos efectos, destacaría las contribuciones de FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. *El debate actual sobre el gobierno corporativo: aspectos metodológicos y de contenido*. pp. 55 y ss., especialmente 75 y ss. y de ALONSO UREBA, A. *El gobierno de las grandes empresas (reforma legal versus códigos de conducta)*. pp. 95 y ss. Ver también SÁNCHEZ ANDRÉS, A. *Ius publicumius privatum. Gobierno Corporativo y Mercado de Valores (una lección)*. Anuario de Derecho Civil 2001. pp. 1029 y ss. Para una oportuna consideración crítica de estos planteamientos ver el estudio de ALFARO, J. *Imperialismo económico y dogmática jurídica*. En: *Revista de Derecho Mercantil*, 233 (1999). pp. 236 y ss.
- (19) Ya hemos citado alguna literatura empírica en las páginas anteriores que habla en esta dirección. Pero hay un dato especialmente revelador: y es que los inversores institucionales -en cuyas manos está ya cerca del 40 por 100 de la capitalización bursátil- están dispuestos a pagar una prima de hasta el 11 por 100 por la adquisición de títulos de sociedades adaptadas a las reglas de buen gobierno (ésta es la conclusión de un estudio realizado por la consultora McKinsey, que tomo de GURRIARÁN, R. *Los inversores y el gobierno empresarial*. En: *Expansión*, 24 de febrero de 1999. p. 62). Como se ha dicho con acierto, el Derecho de Sociedades "promueve el buen gobierno de manera más efectiva cuando reconoce sus límites de manera abierta y facilita la labor de los mercados en que deben confiar los accionistas" (RAMSEYER, J. M. *Corporate Law*. En: *The New Palgrave Dictionary of Law and Economics*. Vol. 1. Oxford, 1998. p. 510).
- (20) WILLIAMSON, V. *Instituciones...*, p. 36. La falacia inversa es la que presupone la existencia de mercados perfectos, pero ésta no es ciertamente la que subyace al *Informe Olivencia*. En cierto modo, los Códigos de Gobierno vienen a aportar fiabilidad a las decisiones de la autonomía estatutaria y, en este sentido, imponen a quienes se desvían de ellos la carga de la prueba y de la argumentación. Bajo esta perspectiva, se insertan en una línea de contractualismo modificado similar al que en su día propusiera COFFEE, J. C. *No exit?: opting out, the Contractual Theory of the Corporation, and the special case of remedies*. En: *Brooklyn Law Review*, 53, 1988. pp. 919 y ss., especialmente pp. 970-974. En todo caso, creo que merece la pena insistir en que el éxito de la sociedad anónima está en que cuenta con una gran variedad de instrumentos contractuales y fuerzas de mercado que proveen a los directivos incentivos para actuar en interés de los accionistas (formas organizativas, jerarquía corporativa, estructura de propiedad, mercado del control, mercado de productos, competencia en el mercado de capitales, inversores institucionales, compensación de ejecutivos, organización del Consejo de Administración, responsabilidad de los administradores, etcétera) y, sobre todo, en la sustituibilidad marginal de todos estos elementos, en función naturalmente de sus costes y beneficios relativos. La libertad contractual es necesaria para que cada compañía encuentre la combinación óptima de salvaguardias. La literatura empírica acredita la idea de interacción y sustitución entre los distintos mecanismos de gobierno (ver entre otros, ROSENSTEIN, S. y WYATT, J. G. *Outside directors, Board independence, and shareholder wealth*. En: *Journal of Financial Economics*, 26, 1990. pp. 175 y ss. BRICKLEY, J. A. y JAMES, C. M. *The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking*. En: *Journal of Law and Economics*, 30, 1987. pp. 161 y ss.; GILSON, S. C. *Bankruptcy, boards, banks, and blockholders evidence in changes in corporate ownership and control when firms default*. En: *Journal of Financial Economics*, 27, 1990. pp. 355 y ss.
- (21) Que ciertamente pueden ser muy elevados para cierto tipo de empresas que tengan estructuras de propiedad atípicas u otras posibilidades más económicas de reducir sus costes de agencia (ver un análisis muy lúcido de las razones que contradican la estandarización de las estructuras de gobierno en MAYER, C. *The city and corporate governance: condemned or exonerated*. En: *Cambridge Journal of Economics*, 21, 1997. pp. 291 y ss.).

En este momento bastará con llamar la atención sobre un punto que con frecuencia se olvida en la reflexión sobre esta materia, y es la necesidad de tener en cuenta que existe de una **correlación inversa entre la intensidad de la supervisión de las sociedades cotizadas** (que se instrumenta básicamente a través de deberes de transparencia) y **la imperatividad del Derecho sustantivo de Sociedades**. Un mercado de capitales que no disponga de un sistema institucional sólido -es decir, de agencias de control externo adecuados y de pautas de conducta consolidadas- requiere indudablemente de muchas reglas imperativas claras y precisas -lo que podemos llamar un **Derecho de Sociedades mecánico**- que atajen las fuentes de riesgo o fraude más relevantes (esto es, por ejemplo, lo que recomiendan los expertos para casos como el de Rusia). Sin embargo, si el mercado se asienta sobre instituciones y prácticas mínimamente fiables -y éste, sin duda, el caso español, que ha caminado con pasos de gigante en los últimos años-, no parece oportuno estandarizar u homogeneizar unas determinadas reglas de gobierno, que pueden petrificar el *status quo*, impedir la experimentación e innovación contractual y retardar la incorporación al acervo doméstico de la tecnología transaccional (pautas de organización, productos financieros, etcétera) que se consolida en los mercados más avanzados⁽²²⁾. En estos casos, lo que procede es una intervención más procedimental que sustantiva, dirigida básicamente a incrementar la transparencia. Ya se sabe que la luz y los taquígrafos son los mejores antídotos frente al fraude. Bajo esta perspectiva, me parece que lo único que está justificado y que, a buen seguro, resulta conveniente es establecer a cargo de los emisores deberes de información sobre sus reglas de gobierno muy detallados y precisos y, quien sabe, si incluso no podría resultar deseable imponer obligaciones adicionales de auditoría, que tuviesen por cometido evaluar los sistemas de gobierno de las sociedades cotizadas.

6 El espacio para la intervención legal: un *excursus* sobre las primas de control.

De las consideraciones precedentes se desprende una conclusión, y es que no hay razones para rectificar las

orientaciones de fondo de la regulación actual de los órganos de la sociedad anónima y, especialmente, del órgano administrativo. Las únicas reformas que tendría sentido promover en este ámbito son -como veremos- las encaminadas a potenciar la autonomía organizativa de la sociedad y a flexibilizar el marco actual. Pero el que no sean necesarias reformas de estructura no quiere decir que no sean convenientes normas de conducta. En este campo, hay medidas selectivas que ciertamente pueden ser útiles para mejorar la calidad del sistema de protección del inversor. Pero éstas no deben proyectarse tanto sobre los órganos de gobierno formales de la sociedad cuanto sobre las "fuerzas vivas" que actúan tras ellos. Aquí es donde realmente está el problema, según revelan los estudios más recientes sobre la interrelación entre *law & finance*, que muestran que el problema fundamental de los mercados de valores continentales está en **la protección de los accionistas frente al riesgo genérico de abuso o expropiación por parte de los accionistas significativos** o de control. Aquí está, en realidad, el núcleo del problema, que comienza ahora a ser incorporado al debate sobre *corporate governance* y que, ciertamente, justifica la intervención legal. Me refiero al problema de los grandes accionistas no institucionales, a esos que solemos denominar "núcleos duros". Es cierto que la existencia de accionistas significativos reporta ventajas que, al menos teóricamente, son claras: ellos tienen incentivos para obtener información y controlar a los equipos de gestión y, por esta vía, parece que ayudan a reducir el coste de agencia entre gestores y propietarios. No obstante, puede haber también costes de agencia derivados de la existencia de grandes accionistas, y ello porque los grandes accionistas tienden a representar sus intereses propios que no coinciden necesariamente con los de los accionistas de la minoría, con el capital flotante⁽²³⁾. Para desarrollar este argumento, me permitirá el lector abrir un paréntesis para hacer un pequeño *excursus* sobre el significado de las primas de control.

Todo el mundo sabe que los paquetes de control se intercambian con una prima sobre su precio de mercado. Lo intrigante sigue siendo por qué. ¿Por qué hay personas dispuestas a pagar, pongamos, 1.5 euros por

(22) Los problemas asociados a los riesgos de petrificación han sido asociados incluso a las meras recomendaciones voluntarias: ver, por ejemplo, LONGSTRETH, V. B. *Corporate governance: there's danger in new orthodoxies*. En: *Journal of Portfolio Management*, 21, 1995, pp. 47 y ss. (entiende que las nuevas ortodoxias en gobierno corporativo pueden amenazar la libertad contractual y de elección necesaria para mantener una saludable *entrepreneurship*; postula más modestia en las pretensiones de eficiencia de los distintos sistemas de gobierno corporativo; y pide más confianza en la libertad de experimentar ampliamente entre diferentes soluciones).

(23) Es fundamental a este respecto el estudio de SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. *Large shareholders and corporate control*. En: *Journal of Political Economy*, 94, 1986, pp. 461 y ss.; ver también SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. *A Survey of Corporate Governance*. En: *Journal of Finance*, 52, 1997, pp. 737 y ss.

una acción que cotiza a 1 euro? El poder y la gloria no parecen explicación suficiente. La gente no dilapida miles de millones sólo para mandar, salvo que mandar incrementa el retorno esperado de la inversión (en cuyo caso “dilapidar” no sería la palabra adecuada). Y si es así, una de dos: o bien el adquirente paga la prima de control porque confía en producir más valor del que estaba produciendo el *management* anterior (si el valor esperado de los flujos de caja era de 100, espera que bajo su gestión sea de 150) o bien la paga porque confía en apropiarse de más valor del que corresponde a su participación (si le corresponden un 30 por ciento de los flujos de caja, espera obtener un 45 por ciento). *Tertium non datur* (a no ser que hablemos de una combinación de ambas explicaciones anteriores).

El cálculo que en cada caso mueve al adquirente que toma el control es una incógnita que seguramente nunca podremos despejar. Su lenguaje público será, como es natural, el de la eficiencia. En cambio, es fácil averiguar lo que piensan los inversores (¡basta mirar los boletines de cotización!). Si piensan que el adquirente producirá más valor, el precio de mercado de las acciones, una vez hecha pública la operación, tenderá a converger con el precio satisfecho (1.5 euros). Por el contrario, si estiman que redistribuirá valor, la cotización tenderá a alejarse del precio pagado y regresar a su estado primitivo (1 euro). La diferencia entre el valor privado y el valor público de las compañías -entre el valor que le atribuye el adquirente y el valor que le atribuye el *free float*, uno y otro en función de los flujos de caja que respectivamente esperan obtener de ellos ofrece, por ello, información fiable acerca de la magnitud de los **beneficios privados** que extraen los *insiders* en un determinado mercado y, de paso, sobre la calidad de su sistema de *corporate governance*⁽²⁴⁾.

La investigación empírica revela la existencia de sorprendentes variaciones internacionales en el valor de esa magnitud. El estudio más reciente y seguramente más ambicioso -basado en una muestra de 412 transacciones privadas de cambio de control realizadas en todo el mundo entre 1990 y 2000- indica que en algunos países la diferencia entre valor privado y valor público es pequeña o despreciable -en torno al 2.5 por

ciento (EE.UU. o Reino Unido)- y que en otros es **notable** -en torno al 10 por ciento (Francia o Alemania)-; **grande** -en torno al 15 por ciento (Chile o Portugal)-; **grandísima** -en torno al 30 por ciento (Argentina, Italia o México)-; o simplemente **increíble** -superior al 50 por ciento (Brasil o Chequia/Eslovaquia)-⁽²⁵⁾. Los datos que ofrecen sobre España Dyck y Zingales no son estadísticamente significativos (en la década que cubre su estudio apenas ha habido transacciones privadas de cambio de control debido a la necesidad de formular OPA para hacerse con un paquete superior al 25 por ciento). No obstante, podemos hacer una estimación relativamente fiable dirigiendo la mirada a las OPA's parciales, un fenómeno singular de nuestra experiencia jurídica. Aunque a otros efectos, Juan Fernández-Armesto se tomó la molestia de hacer ese cálculo con todas las ofertas de esa índole formuladas entre 1989 y 1997, y verificó un desfase o diferencia del 18.5 por ciento entre el precio de la OPA (valor privado) y el precio que posteriormente prevaleció en el mercado (valor



(24) Este modelo de estimación de los beneficios privados ha sido desarrollado por BARCLAY, M. y HOLDERNESS, C. *Private Benefits of Control of Public Corporations*. En: *Journal of Financial Economics*, 1989. pp. 371 y ss.

(25) V. DYCK, A. y ZINGALES, L. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. The Center for Research in Security Prices. Working paper No. 535, 2002. Disponible en: <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/finance/papers>. A resultados similares llega Nenova utilizando como método de estimación el diferencial de cotización entre las acciones sin voto y las acciones con voto en diferentes mercados. (Ver: NENOVA, T. *Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-Country Analysis*. Working paper disponible en: ssrn.com).

público)²⁶. Nuestra conjetura, a la vista de ello, es que la tasa de extracción de beneficios privados en España no es desdeñable. Sería **grande** en la clasificación anterior.

Sabemos que cuanto mayor es el volumen de los beneficios privados o, si se prefiere, la diferencia entre valor público y valor privado de las compañías, mayor es el incentivo para la concentración de propiedad, menor la confianza del público y, por tanto, menor la liquidez, la profundidad y el tamaño de los mercados de capitales. Lo que no sabemos con exactitud son los factores que explican el fenómeno. El hecho de que las variaciones internacionales entre el bloque continental y el bloque anglosajón sean tan pronunciadas permite sospechar, sin embargo, que la clave está en el Derecho de Sociedades. La idea que subyace a esta hipótesis es que así como las fuerzas del mercado y los mecanismos extrajurídicos de gobierno corporativo son muy potentes para mitigar el conflicto propiedad/gerencia, son insuficientes para combatir el conflicto mayoría/minoría. Las ganancias derivadas de los beneficios privados son tan suculentas que sólo la amenaza creíble de la responsabilidad ante los tribunales permite conjurar o minimizar el problema. Las investigaciones de La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny -sin duda, las más imaginativas y aplaudidas de los últimos años- ofrecen un poderoso respaldo empírico a esta tesis, que correlaciona el desarrollo del mercado de capitales y la protección jurídica del inversor frente al riesgo de expropiación²⁷.

Pues bien, si el mal está en la insuficiencia de protección jurídica, lo oportuno es proveer ese derecho que falta. Pero hay que identificarlo bien, no vaya a ser que el remedio sea peor que la enfermedad. Nuestra doctrina mercantilista -como hemos tenido ocasión de adelantar- apuesta resueltamente por una filosofía regulatoria: por reglamentar minuciosamente la organización de la sociedad, por estructurar rígidamente sus procesos de decisión, por acentuar su ya marcado carácter imperativo y, en definitiva, por volver a la ortodoxia de nuestra sagrada tradición, que habríamos abandonado con experimentos liberales como el *Código Olivencia*. Ya he dicho que no puedo compartir ese punto de vista. No se trata de que la Ley de Sociedades

Anónimas prescriba el número de consejeros independientes, que disponga si el primer ejecutivo puede o no puede presidir el Consejo de Administración o que tome partido sobre si debe haber una comisión de auditoría de esta o aquella naturaleza. Estas medidas, insisto, hacen peligrar la innovación, pueden petrificar la evolución y dificultan la adaptación. Lo que hace falta es justamente lo contrario: flexibilizar el Derecho de Sociedades, simplificarlo, desformularlo. Frente a un **Derecho de Sociedades mecánico**, abogo por un **Derecho de Sociedades reflexivo**.

7 Tomando en serio el deber de lealtad.

Para mitigar el problema que nos ocupa -a nuestro juicio, el problema central de cualquier sistema de gobierno corporativo²⁸- necesitamos algo más sutil. Los beneficios privados no se extraen directamente de la caja de la sociedad, sino por medio de estrategias complejas, creativas, refinadas y frecuentemente dotadas de un propósito empresarial plausible (operaciones vinculadas, coinversiones con sociedades de los *insiders*, información privilegiada, ventas de activos, *creeping acquisitions*, ofertas de exclusión, transacciones de resistencia en contextos hostiles, oportunidades de negocios, precios de transferencia, *related finance* y toda suerte de transacciones internas frecuentemente legitimadas con la apelación al "interés del grupo"). Los instrumentos del que hemos llamado derecho de sociedades mecánico y la cultura formalista que inspiran han determinado -según muestran a las claras los análisis más fiables²⁹- que muchas de estas operaciones de *tunneling* resulten legalmente inatacables en la Europa continental. La solución que proponemos es relativamente sencilla. Lo único que hace falta es tomarse en serio el **deber de lealtad** de quienes gobiernan la sociedad, ese deber al que nuestra legislación únicamente dedica la lacónica exhortación contenida en el artículo 127.1 de la Ley de Sociedades Anónimas *in fine*.

El deber de lealtad representa la segunda mitad de la regla que exige distribuir a *pro rata* el beneficio público (los dividendos) y en él veo yo el corazón de

(26) V. FERNÁNDEZ ARMESTO, J. *Las OPA's y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia*. En: *Revista de Derecho Mercantil*, 1998, pp. 37 y ss.

(27) V. LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. *Law and Finance*. En: *Journal of Political Economy*, 1998, pp. 1131 y ss.; Id., *Investor Protection and Corporate Governance*. En: *Journal of Financial Economics*, 2000, pp. 312 y ss.

(28) De la abundante literatura que últimamente ha insistido sobre este punto destacaría el estudio de BLACK, B. S. *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*. En: *UCLA Law Review*, 48, 2001, pp. 781 y ss., especialmente pp. 804 y ss.

(29) V. JOHNSON, S., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SCHLEIFER, A. *Tunneling*. En: *American Economic Review: Papers Proceedings*, 2000, pp. 22 y ss.

un Derecho de Sociedades reflexivo. La ventaja comparativa del Derecho americano frente al Derecho europeo reside precisamente en esto. Incluso en Alemania, que es el espejo donde miramos el futuro los juristas españoles, los especialistas reconocen que el desarrollo de esta pieza fundamental del Derecho de Sociedades se encuentra aún en mantillas (*steht erst am Anfang*)⁽³⁰⁾. La legislación no puede hacer ciertamente todo el trabajo, pero es mucho lo que puede contribuir para que a medio o largo plazo el sistema jurídico - doctrina y jurisprudencia incluidas- avancen en la dirección adecuada sin interferir con la necesaria libertad de organización y gestión de la empresa. Para ello hay que adoptar varias medidas que aquí simplemente enuncio y en otra parte desarrollo con más detalle: (i) extender el régimen de responsabilidad de los administradores por infracción del deber de lealtad a las fuerzas vivas que actúan tras ellos y, singularmente, a los accionistas de control; (ii) especificar reglas intermedias sobre los grupos de casos más relevantes: operaciones vinculadas, aprovechamiento de oportunidades de negocio, uso de los activos sociales,

explotación del cargo en beneficio propio, participación en decisiones con conflicto de interés, etcétera; (iii) establecer deberes de publicidad o transparencia sobre las situaciones de riesgo; (iv) incrementar la cuantía de la indemnización, incluyendo no sólo el daño, sino también la devolución del beneficio percibido y, tal vez, daños punitivos en caso de actuaciones dolosas; y, sobre todo, (v) facilitar la litigación, removiendo el obstáculo que condiciona la legitimación para entablar la acción social de responsabilidad por infracción del deber de lealtad a la posesión de un 5 por ciento del capital y premiando al accionista que salga exitoso con alguna fórmula imaginativa⁽³¹⁾. La Ley Financiera, actualmente en tramitación, ha dado el primer paso al establecer la obligación de consignar en la memoria las operaciones vinculadas y la explotación de oportunidades de negocio de la sociedad. Los otros cuatro pasos tendrá que darlos el Derecho de Sociedades. Hay que confiar que las reformas futuras avancen en esa dirección, aunque las señales que nos llegan de la discusión pública que tiene lugar en la hora actual no son precisamente las más halagüeñas. ☞

(30) ABELTSHAUSER, Th. E. *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*. Köln-Berlín-Bonn-München, 1998. p. 271.

(31) El desarrollo analítico y sistemático de estas propuestas es objeto de un trabajo en curso sobre la responsabilidad de los administradores (un primer borrador puede consultarse en PAZ-ARES, C. *Deberes Fiduciarios y Responsabilidad de los Administradores (Reflexiones para la Reforma Legal en Latinoamérica)*, en la *website* de la OCDE (www.oecd.org).