
This is the **published version** of the bachelor thesis:

Gallegos Robles, Manel; Macho Stadler, Inés, dir. Problemas de agencia en el ámbito societario y la responsabilidad de los administradores ante los acreedores : análisis económico y jurídico de los modelos en el Reino Unido, Estados Unidos y España. 2024. (Pla d'Estudis d'Administració i Direcció d'Empreses Dret)

This version is available at <https://ddd.uab.cat/record/301569>

under the terms of the  license

Trabajo de Fin de Grado

Facultad de Economía y Empresa

TÍTULO: Problemas de agencia en el ámbito societario y la responsabilidad de los administradores ante los acreedores: Análisis económico y jurídico de los modelos en el Reino Unido, Estados Unidos y España.

AUTOR: MANEL GALLEGOS ROBLES

TUTORA: INÉS MACHO STADLER

GRADO: Doble Grado en Administración y Dirección de Empresas y en Derecho

FECHA: 27 de Mayo de 2024

Abstract (ESP): Las características legales de la empresa moderna, concretamente la separación entre gestión y propiedad y la dispersión de esta propiedad en manos de múltiples socios inversores, dibujan un ambiente ideal para la aparición de problemas de agencia, ya que las decisiones de los administradores se sustentan en la riqueza de los socios en su condición de titulares residuales del valor de la empresa. Sin embargo, ante la insolvencia, el funcionamiento de la empresa pasa a depender del dinero de los acreedores, que se convierten en los nuevos titulares residuales de la entidad corporativa. En esta situación, se planteó un debate jurídico acerca de la necesidad de ofrecer estrategias de Derecho societario para reducir los problemas de agencia en la empresa consistentes en deberes o estándares de gestión que desencadenan la responsabilidad patrimonial de los administradores infractores, que en condiciones normales favorecen a los socios. Las tesis presentadas a favor y en contra de la introducción de tales medidas se pusieron en práctica en diferentes países, como el Reino Unido, Estados Unidos y en países europeos como España, desplegando distintas consecuencias económicas en términos de protección de los acreedores, riesgo sistémico y generación de riqueza en general.

Palabras clave: Acreedores, Análisis Económico del Derecho, Contratos de incentivos, Deberes de gestión, Derecho de sociedades, España, Estados Unidos, Grupos de interés, Insolvencia, Primacía de la propiedad, Reino Unido, Responsabilidad de los administradores, Teoría de la agencia.

Abstract (ENG): The legal characteristics of the modern company, specifically the separation of management and ownership and the dispersion of that ownership in hands of multiple shareholders, draw an ideal environment for agency problems to emerge, since director's managerial decisions are sustained on the wealth of shareholders as residual claimants of the firm's value. However, when the company faces insolvency, the functioning of the company is dependent on the money of creditors, who become the new residual claimants of the corporate entity. In this situation, a legal debate arose on whether creditors should be given corporate legal strategies to reduce agency problems in the firm consisting in fiduciary duties or standards that would trigger the liability of uncompliant directors, which in regular circumstances run in favour of shareholders. The thesis presented for and against the introduction of such measures were put in practice in different countries, such as the UK, the USA and European countries like Spain, unfolding

distinct economic outcomes in terms of creditor protection, systemic risk, and overall wealth generation.

Keywords: Agency theory, Corporate Law, Creditors, Liability of directors, Fiduciary duties, Incentive contracts, Insolvency, Law & Economics, Shareholder primacy, Spain, Stakeholders, United Kingdom, United States.

Abstract (CAT): Les característiques legals de l'empresa moderna dibuixen un ambient ideal per a l'aparició de problemes d'agència, ja que les decisions dels administradors se sustenten en la riquesa dels socis en la condició de titulars residuals del valor de l'empresa. Tot i això, en front de la insolvència, el funcionament de l'empresa passa a dependre dels diners dels creditors, que es converteixen en els nous titulars residuals de l'entitat corporativa. En aquesta situació, es va plantejar un debat jurídic sobre la necessitat d'ofrir estratègies de dret societari per reduir els problemes d'agència a l'empresa consistent en deures o estàndards de gestió que desencadenen la responsabilitat patrimonial dels administradors infractors, que en condicions normals afavoreixen als socis. Les tesis presentades a favor i en contra de la introducció de tals mesures es van posar en pràctica a diferents països, com el Regne Unit, Estats Units i en països europeus com Espanya, desplegant diferents conseqüències econòmiques en termes de protecció dels creditors, risc sistèmic i generació de riquesa en general.

Paraules clau: Anàlisi Econòmic del Dret, Contractes d'incentius, Creditors, Deures de gestió, Dret de societats, Espanya, Estats Units, Grups d'interès, Insolvència, Primacia de la propietat, Regne Unit, Responsabilitat dels administradors, Teoria de l'agència.

Tabla de contenidos

I. Introducción	3
------------------------------	----------

PRIMERA PARTE: INTRODUCCIÓN AL CONCEPTO DE AGENCIA Y A SUS RESPUESTAS EN EL DERECHO SOCIETARIO

II. Estructura de agencia en las sociedades mercantiles	5
--	----------

A. Las características de la sociedad mercantil moderna y la empresa como nexo de contratos	5
---	---

B. Problemas de agencia en la sociedad mercantil moderna.....	8
---	---

1. El arquetipo de la relación de agencia: La relación entre socios y administradores.....	8
--	---

2. El funcionamiento económico de la agencia	9
--	---

3. Otros problemas de agencia en el ámbito corporativo	12
--	----

III. Estrategias legales contra los problemas de agencia en la empresa.....	14
--	-----------

A. Estrategias gubernativas	15
-----------------------------------	----

1. Derechos de nombramiento	15
-----------------------------------	----

2. Derechos de decisión.....	15
------------------------------	----

3. Incentivos de alineamiento	16
-------------------------------------	----

B. Estrategias reguladoras	17
----------------------------------	----

1. Condiciones de participación.....	17
--------------------------------------	----

2. Restricciones a la acción del agente	17
---	----

SEGUNDA PARTE: LA SITUACIÓN DE AGENCIA DE LOS ACREDITORES DE EMPRESAS INSOLVENTES

IV. El giro de la estructura agencial en la empresa insolvente: los acreedores como principales de los administradores.....	19
--	-----------

V. La necesidad de ofrecer herramientas societarias a los acreedores para reducir los problemas de agencia	23
---	-----------

VI. Mecanismos legales de responsabilidad de los administradores ante los acreedores.....	26
--	-----------

A. Desarrollo legal en el Reino Unido	26
---	----

B. Desarrollo legal en los EE.UU. – Delaware	27
C. Desarrollo legal en España	29
VII. Análisis económico comparativo	31
VIII. Conclusión	37
IX. Bibliografía.....	40
ANEXO.....	43
A. Tabla de jurisprudencia.....	43
1. Estados Unidos de América	43
2. Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte	43
B. Tabla de legislaciones	43
1. República Federal de Alemania.....	43
2. Reino de España	43
3. Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte	44
C. Glosario	44

I. Introducción

Uno de los fundamentos de la ciencia económica es el estudio de las interacciones entre agentes económicos, particularmente el estudio de las formas en que éstos se relacionan para producir e intercambiar bienes. En este sentido, las empresas ocupan una posición clave como estructuras sociales formadas por un conjunto de individuos que, puertas adentro, se organizan para la producción de bienes y servicios que serán dedicados al comercio con los agentes externos a dicho conjunto.

La forma en que se organizan las empresas ha padecido una constante evolución histórica en aras a mejorar su eficiencia, hasta llegar al modelo actual de sociedad mercantil, cuyas características la hacen, según algunos autores, superiores al resto de modelos en la maximización de la riqueza de sus participantes (Hansmann & Kraakmann, 2000). Sin embargo, la interacción entre algunas de estas características genera un riesgo adicional para los intereses de los dueños del valor de la empresa. La gestión de la empresa separada de la propiedad y delegada a administradores profesionales, junto con la dispersión de la propiedad entre múltiples socios capitalistas, supone un caldo de cultivo óptimo para la aparición de los llamados problemas de agencia.

La teoría de la agencia explica que cuando los propietarios de un patrimonio, los principales, delegan su administración a un tercero, el agente, se enfrentan al riesgo de que el agente actúe de forma oportunista y en su propio beneficio, aprovechándose de la información superior a la que dan acceso los poderes de gestión. La ciencia económica no ha sido el único área del conocimiento que ha estudiado las relaciones, siendo que el Derecho también se ha preocupado por las situaciones de agencia. En concreto, la teoría de la agencia ha sido de especial interés para el Derecho societario,¹ por tal de desarrollar fórmulas organizativas para mitigar los problemas asociados a la agencia.

La relación entre los socios y los administradores es el principal ejemplo de relación agencial en la empresa, pero no es la única. Cuando la empresa deviene insolvente, se produce un cambio en el sentido de las relaciones internas de la empresa que termina por posicionar a los acreedores como titulares residuales de la empresa, ya que, a raíz la insuficiencia de recursos propios, su funcionamiento pasa a depender enteramente de los pasivos. A su vez, esto ha generado un debate en el seno del Derecho societario, acerca

¹ Derecho societario, corporativo o de sociedades; se utilizarán como expresiones equivalentes.

de la necesidad de ofrecer herramientas propias de esta rama jurídica a los acreedores para mitigar los problemas de agencia que les afectarían en la eventual insolvencia de la empresa, con posturas partidarias y contrarias a la tesis planteada. Esta discusión y sus argumentos acabaron trascendiendo los círculos académicos y llevaron al desarrollo en de fórmulas de Derecho societario para la protección de este grupo de interés del oportunismo de los administradores en la quiebra financiera. Una de las fórmulas que más recorrido práctico ha tenido para la protección de los acreedores ha sido la implantación de estándares y normas de gestión, cuyo incumplimiento genera la de responsabilidad patrimonial de los acreedores.

Este trabajo tiene una doble finalidad: ilustrar el surgimiento de problemas de agencia entre administradores y acreedores en el ámbito empresarial, a raíz de la eventual insolvencia de la empresa; y, a continuación, analizar desde un punto de vista teórico-económico los sistemas legales en el Reino Unido, EE.UU. y España para mitigar, desde el Derecho societario, la mencionada agencia entre acreedores y administradores, concretamente las estrategias basadas en estándares de gestión cuyo incumplimiento genera la responsabilidad patrimonial de los agentes. La elección de los países se justifica en que el primero y el segundo son referencias mundiales a nivel económico y corporativo, con mucha literatura al respecto, mientras que el tercero es un ejemplo significativamente representativo del sistema implantado a estos efectos en los Estados europeos, además de ser el foro desde donde se realiza la investigación. Igualmente, esta elección proporciona un crisol de modelos distintos entre sí, permitiendo una comparativa fructífera.

Para la consecución de su propósito, el trabajo se estructura de la siguiente manera. La Primera Parte aborda a nivel general la teoría de la agencia en el ámbito corporativo. El apartado II expone cómo la configuración de las sociedades modernas genera relaciones agenciales y explica su funcionamiento económico, así como las clases de agencia que surgen en la empresa. El epígrafe III presenta las principales estrategias legales para mitigar los problemas de agencia en la sociedad. La Segunda Parte trata la particular relación de agencia entre acreedores y administradores cuando la empresa deviene insolvente. El apartado IV presenta argumentos que indican cómo la insolvencia supone un cambio en la realidad económica de la empresa que desemboca en el giro de las relaciones agenciales, que pasan a afectar a los acreedores. El apartado V expone las posturas y argumentos del debate jurídico sobre la necesidad de ofrecer a los acreedores

herramientas propias del Derecho corporativo para cubrirlos de los riesgos de la agencia. Finalmente, el apartado VI describe los sistemas de responsabilidad de los administradores ante los acreedores en los países seleccionados y termina con la comparación de sus consecuencias económicas en cuanto a su idoneidad para mitigar los problemas de agencia y sus efectos sobre la generación de valor en general.

Cabe indicar que, a efectos de este trabajo, es necesario diferenciar el Derecho societario del concursal. Si bien ambas son áreas del Derecho mercantil y económico, por Derecho de sociedades debe entenderse aquel conjunto de normas cuyo cometido básico es poner a disposición de los operadores económicos técnicas de agrupación de esfuerzos individuales y de organización de tareas colectivas sobre una base contractual para la consecución de un fin común.² En otras palabras, esta rama se centra en las normas sobre la estructura y la organización de las sociedades mercantiles. Por su parte, el Derecho concursal es el conjunto de normas que rigen el concurso de acreedores, un procedimiento dirigido a la tutela de este grupo de intereses a través el reparto de rentas de tras la liquidación de la empresa insolvente. En este sentido, las herramientas societarias en favor de los acreedores, que conforman el núcleo del análisis en este trabajo, son aquellas que afectan al sentido de las relaciones orgánicas de la empresa, y no el mero reparto de su patrimonio liquidado entre los acreedores de la compañía.

PRIMERA PARTE: INTRODUCCIÓN AL CONCEPTO DE AGENCIA Y A SUS RESPUESTAS EN EL DERECHO SOCIETARIO

II. Estructura de agencia en las sociedades mercantiles

A. Las características de la sociedad mercantil moderna y la empresa como nexo de contratos

La organización de las empresas ha experimentado una convergencia en los dos últimos siglos hacia un modelo de sociedad mercantil similar en todo el mundo (Hansmann & Kraakman, 2000); la sociedad anónima, por su nombre en español, llamada *corporation* o *company* en inglés. El éxito de esta forma jurídica se atribuye a cinco características que le son definitorias y que resultan idóneas para la maximización del patrimonio de sus

² *Derecho de sociedades*; Diccionario Panhispánico del Español Jurídico (DPEJ), Real Academia Española (RAE).

dueños: personalidad jurídica propia, limitación de la responsabilidad de los socios, transferibilidad de las participaciones, propiedad dispersa en manos de socios capitalistas y delegación de la gestión a un consejo de administración (Kraakman et al., 2004). En primer lugar, la sociedad tiene una personalidad jurídica distinta de la del conjunto de sus socios, lo que le permite tener un patrimonio autónomo sobre el que asentar relaciones contractuales propias. El patrimonio autónomo implica también la asunción de responsabilidades igualmente propias por la empresa, lo que lleva a la limitación de la responsabilidad de los socios. Estando los socios protegidos de las deudas contraídas por la sociedad, no existen riesgos de entrada para nuevos inversores, que limitan el riesgo asumido al entrar en la sociedad a la cantidad invertida, sin que su patrimonio personal corra peligro. Esto permite la transferibilidad de participaciones de forma que posibilita la entrada y salida, más o menos libre, de socios, lo que incentiva que la propiedad se disperse en manos de múltiples inversores, sin que sus características personales sean relevantes para el funcionamiento de la empresa, ya que su gestión está delegada a administradores profesionales.

Los dos primeros rasgos ocasionan la separación jurídica entre los socios y la empresa, que se constituye como una persona jurídica independiente. Los tres siguientes, y en especial el último, llevan a la separación de facto entre quienes conforman la propiedad y la empresa. No es solamente que la empresa tome la forma de un ente diferenciado de sus dueños, sino que, además, la toma de decisiones en la empresa tampoco está sus manos. En rigor, la independencia entre socios y administradores en la toma de decisión no es plena. De hecho, esta relación es el ejemplo paradigmático del llamado problema de agencia (Bottomley, 2020), que se refiere a la falta de control de las decisiones de los administradores que en ocasiones pueden seguir sus propios objetivos y no los de los dueños de la empresa. Por ello, los sistemas de Derecho societario acostumbran a establecer mecanismos dirigidos a la rendición de cuentas de los administradores ante los socios.

Bajo esta estructura, la empresa se configura como un agente económico autónomo, separado de sus propietarios, cuya función es la de actuar como punto de encuentro para la cooperación del resto de agentes necesarios para la actividad económica que desarrolla; la empresa se concibe como un nexo de contratos. Esta teoría surge del trabajo de Jensen y Meckling (1976) y explica que la empresa es en realidad un mecanismo de cooperación indirecta entre los grupos de interés que orbitan a su alrededor. El mecanismo de

cooperación empresarial, según esta teoría, comenzaría con la voluntad de los socios por constituir la empresa, mediante un vehículo societario autónomo dirigido por un consejo de administración profesional. Los administradores deben, a continuación, contratar a los trabajadores y proveedores necesarios para el funcionamiento de la actividad económica. Asimismo, deben buscar acreedores que financien la actividad empresarial en paralelo al capital social. El último estadio es el acercamiento a los clientes en el mercado. Para ello, la empresa debe ofrecerles bienes o servicios superiores en términos de utilidad o precio – o ambos – respecto a sus competidores, por tal de que los clientes contraten con ella y no con los otros.

Sucede que cada una de estas clases tiene intereses propios – de ahí el apelativo «grupos de interés» – muchas veces contrapuestos. Por ejemplo, trabajadores, proveedores y acreedores quieren ofrecer sus servicios a la empresa a cambio del precio más alto posible, y presionarán por aumentar las rentas que extraen a la empresa. Si se cede a ella, esta presión alcista se repercutirá a los clientes a través del precio de venta. A los clientes, en cambio, les interesa un mejor producto al menor precio posible, por lo que un aumento de precio sin un aumento de utilidad, por lo menos, equivalente ahuyentará a la demanda con mayor sensibilidad al precio, en beneficio de los competidores. En tercer lugar, el interés de los socios está tanto en minimizar los pagos a los grupos de interés extractivos (los costes), como en maximizar los precios de venta, con el fin de maximizar su propio patrimonio, ya sea por la apreciación de las participaciones sociales o por el reparto de dividendos. Además, las decisiones económicas no siempre son inmediatamente intuitivas. Por ejemplo, una reducción del precio de venta puede generar un aumento de demanda que desemboque, según su elasticidad al precio, en ganancias superiores para la empresa. Sin embargo, el socio puede ver esta medida como contraria a sus intereses, puesto que no tiene por qué estar instruido en materia económica, y su análisis de la reducción de precios puede no alcanzar a sus efectos sobre la demanda.

En definitiva, la teoría de la empresa como nexo de contratos ofrece una imagen relativamente fiel a las vicisitudes económicas de la empresa. Expone que en la empresa ocurre un choque de intereses contrapuestos. La función de los administradores, entonces, es la gestión de dichos intereses. La administración empresarial es un juego de balanzas que para encontrar los equilibrios que permitan la cooperación mutua y la satisfacción de los intereses de todos los involucrados. Si alguno de los grupos de interés no está satisfecho, los administradores deben trabajar por tal de que no abandone el barco, o por

encontrarle un sustituto que se adapte mejor a las necesidades de satisfacción de todos los agentes económicos para el buen funcionamiento empresarial.

Aquí se encuentra una de las claves del éxito de la sociedad mercantil moderna como vehículo de las iniciativas empresariales. Al separar, tanto jurídicamente como en sus decisiones, la gestión y la propiedad, que en sí misma constituye un grupo con intereses propios, se permite el juego de balanzas antes mencionado en aras a un mejor funcionamiento de la empresa. Si esta separación no ocurriese, las decisiones de gestión estarían sesgadas siempre en favor de lo que más beneficiase a los socios y serían potencialmente ineficientes, pues una opción que genere menor utilidad social pero mayor utilidad a la propiedad siempre prevalecerá frente a la alternativa socialmente óptima. En cambio, en la gestión profesionalizada y autónoma en manos de administradores, el incentivo corre en favor de la opción socialmente óptima porque, presumiblemente, es la que maximiza la satisfacción general de los grupos de interés, luego la que permite un mejor funcionamiento de la empresa.

B. Problemas de agencia en la sociedad mercantil moderna

1. El arquetipo de la relación de agencia: La relación entre socios y administradores

Como se ha indicado en el apartado anterior, la relación entre los dueños de una empresa y los administradores sociales constituye el ejemplo paradigmático del problema de la agencia. De hecho, una de las primeras veces en que se dio cuenta del problema de agencia fue precisamente en «*The Modern Corporation and Private Property*», de Berle y Means (1932). En esta obra se abordan dos de las mencionadas características de la sociedad mercantil moderna, la separación entre la propiedad y la gestión y la propiedad dispersa en manos de socios inversores, y una de las apreciaciones de los autores es que la separación y dispersión de la propiedad lleva a una menor capacidad de controlar la actuación de los administradores.

La teoría de la agencia explica el conflicto de intereses y prioridades que aparece cuando una persona, el agente, ha de tomar decisiones por cuenta de otra, el principal (Eisenhardt, 1989). En materia societaria, los socios ocupan la posición de principal y los administradores la de agente. A cambio de sus aportaciones al capital social, los socios reciben participaciones que los sitúan en la posición de propietarios residuales de la

empresa. Esto quiere decir que, llegado el momento de disolver la sociedad, los socios tienen derecho a recibir una porción del patrimonio remanente tras la liquidación de su activo y la satisfacción de su pasivo, proporcional al número de participaciones de cada socio sobre el total.

A raíz de esto, resulta que el valor de las participaciones es, en términos financieros, el valor futuro de la empresa calculado según la información provista por su situación actual, valor que forma parte del patrimonio particular de los socios. De esta forma, se demuestra que el funcionamiento de la empresa, es decir, las decisiones de gestión de los administradores tienen un efecto directo sobre el patrimonio de los socios. Y de la misma forma en que los beneficios reportan valor al patrimonio de los socios, las pérdidas lo menoscaban. Ciertamente, la separación patrimonial entre los socios y la empresa limita la responsabilidad asumida al monto aportado por cada uno de ellos, pero siguen siendo los socios quienes soportan el riesgo en su condición de titulares residuales del patrimonio empresarial.

A lo anterior se añade el hecho de que la gestión empresarial está separada de la propiedad en las corporaciones modernas. Los socios, a pesar de ser quienes asumen el riesgo de la iniciativa empresarial, no participan directamente en su gestión, ya que ésta se ha delegado a un consejo de administración profesional. El problema de agencia en la corporación radica en que, debido a que el administrador tiene acceso a mejor información desde su posición de agente, los socios no pueden asegurar si su gestión se adecua al estándar pactado (Kraakman et al., 2004). Esta asimetría de informaciones genera un riesgo moral por el cual la gestión de los administradores es una acción oculta que los socios-principales no pueden monitorizar (Hart & Holmström, 1987), incentivándoles a prestar un servicio por debajo de lo pactado con los socios en el momento de su nombramiento.

2. El funcionamiento económico de la agencia

El problema de agencia incita al principal a establecer los medios necesarios por tal de aplacar la divergencia de intereses del agente, incluso cuando tales medios le generen costes de transacción. Los costes de transacción en que el principal incurre para mitigar el riesgo en su relación con el agente se denominan costes de agencia. Por lo general, todo principal estará dispuesto a adoptar cualquier medida cuyo coste de agencia sea inferior a la valoración económica del riesgo que esa medida cubre.

Para ilustrar el problema de la agencia, plántese una empresa cuyos socios saben que su valor puede llegar a las 100 u.m. La valoración de la empresa es directamente proporcional al empeño de los administradores. Si se empeñan al 100% de lo pactado con los socios, podrían explotar todo el potencial de la inversión, pero como los socios, no tienen forma de asegurar esto, el rendimiento de los administradores es una acción oculta. Los socios saben que el empeño de los administradores se rige por las probabilidades de la figura 1 si no implantan ninguna medida contra la acción oculta. En este entorno, el valor esperado por los socios es de 50 u.m. debido a las pérdidas de eficiencia causadas por el empeño oculto de los administradores, que se estiman también en 50 u.m. de media.

Sin medidas de control			Coste de agencia			0 u.m./semana
Probabilidad	Empeño	Valor	Rendimiento	Valor neto	Riqueza perdida	
20%	100%	100	Óptimo	100	0	
40%	50%	50	Esperado	50	-50	
40%	25%	25	Pésimo	25	-75	

Figura 1: Ejemplo costes de agencia sin medidas contra la acción oculta

Para remediar esta situación, los socios se plantean dos opciones. La primera consiste en una medida de monitorización a partir de un sistema de fichaje para controlar las horas a las que llegan y se marchan los administradores. La adquisición de este sistema supone un coste de agencia de 8 u.m. y a cambio incrementa las probabilidades de que se esfuerzen al 100% como se muestra en la figura 2. Con esta medida, el valor esperado por los socios aumenta a 60.75 u.m., pero se reduce a 92 el valor máximo que pueden tener si los administradores se empeñan totalmente, ya que han de pagar de todas formas el coste de agencia.

Sistema de fichaje			Coste de agencia:			8 u.m./semana
Probabilidad	Empeño	Valor	Rendimiento	Valor neto	Riqueza perdida	
50%	100%	100	Óptimo	92	-8	
25%	50%	50	Esperado	60.75	-39.25	
25%	25%	25	Pésimo	17	-83	

Figura 2: Ejemplo costes de agencia con medidas de monitoreo contra la acción oculta

La otra alternativa consiste en dar a los administradores parte de los beneficios de la empresa. De este modo, un mayor empeño por su parte les reportará una ganancia patrimonial tanto a ellos como a los socios, por lo que sus intereses estarán alineados. Esta medida es del agrado de los administradores, que darán el 100% de su empeño en todo momento, pero a cambio la participación debe ser de, al menos, el 40% de la riqueza generada. Esta medida elimina de raíz el riesgo de la acción oculta, pero causa que el

valor de la empresa para los socios sea de 60 u.m., una cantidad prácticamente igual al beneficio esperado con el sistema de fichaje.

Participación de los administradores en el resultado			Coste de agencia: 40 u.m./semana		
Probabilidad	Empeño	Valor	Rendimiento	Valor neto	Riqueza perdida
100%	100%	100	Óptimo	60	-40
0%	50%	50	Esperado	60	-40
0%	25%	25	Pésimo	60	-40

Figura 3: Ejemplo costes de agencia con medidas de alineación de intereses

Ante estas opciones, los socios deberán tomar una decisión que dependerá de dos factores: la riqueza que pueden apropiarse y su relación con el riesgo. Si los socios fuesen propensos al riesgo, es decir, si tuviesen preferencia por opciones de alto riesgo y alta recompensa, fundarían su decisión en el resultado óptimo potencial de cada opción. En este caso, escogerían asumir la acción oculta de los administradores porque, a pesar de que es más probable que no se esfuerzen, los resultados que obtendrían en el caso de que sí lo hagan son los más altos posibles. No obstante, es probable que los socios decidan tomar una posición más conservadora por tal de preservar el valor de su empresa en el mayor número de situaciones posibles. Esta postura es lo que se conoce como aversión al riesgo, la tendencia de las personas a preferir resultados con baja incertidumbre a aquellos con alta incertidumbre, incluso si el resultado promedio de estos últimos es igual o mayor en valor monetario que el resultado más seguro (Werner, 2008). Si los socios son muy aversos al riesgo, optarán por la participación de los administradores en el valor de la empresa ya que elimina completamente el riesgo. En cambio, si su aversión al riesgo es moderada, optarán por el sistema de fichaje, ya que les ofrece un valor esperado muy parejo al de la tercera opción y, a pesar de no eliminar completamente el riesgo de la acción oculta, lo mitiga en buena medida, y hace más posible que se dé el rendimiento óptimo que lleva aparejado un valor superior.

Los costes de agencia se clasifican en 3 categorías, atendiendo a la naturaleza de su origen. Los más evidentes son las pérdidas residuales causadas por la acción oculta contra la que no se interviene, como resulta de la figura 1 del supuesto ejemplificativo. En contraposición a estas pérdidas, están los costes generados por la intervención contra la acción oculta, que deberán ser necesariamente menores a la pérdida residual por tal de ser efectivos. Por un lado, los costes de monitorización (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983a) son aquellos que se dirigen a incrementar la capacidad de control del principal sobre el agente o a alinear los intereses de ambos como, por ejemplo, la

implantación de un sistema de fichaje o la participación de los administradores en los resultados presentados en el supuesto anterior. Complementariamente, los costes de vinculación son asumidos por el agente en lugar del principal por tal de ganarse la confianza de este último (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1996).

No es difícil intuir que, tanto en el caso de las pérdidas residuales como en los costes de monitorización, son los socios quienes soportan el menoscabo patrimonial. Ya se ha explicado este extremo respecto a las pérdidas de una gestión afectada por la acción oculta y, en el caso de los costes de monitorización, está claro que son los socios quienes sufragan la medida, ya sea al pagar por implantar una forma de control o al renunciar a parte de sus beneficios al permitir la participación de los administradores en ellos. En cambio, a primera vista puede parecer que los costes de vinculación están sufragados por los agentes, pues éstos incurren en dichos costes antes de que la acción oculta pueda ocurrir, precisamente para aumentar la confianza de su principal en que no llegue a suceder. Sin embargo, es necesario analizar lo que ocurre en esta situación con mayor detenimiento. Al aumentar la confianza que ofrece, en esencia, el agente está aumentando la utilidad que sus servicios de gestión tienen para el principal, pues, *ceteris paribus*, el agente ha tomado medidas que protegen al principal de los efectos negativos de la acción oculta. Como resultado, esto permitiría al agente que incurre en estos costes pedir al principal una remuneración mayor que los agentes que no han incurrido en ellos, por tal de apropiarse de parte de esa utilidad superior, en forma de riqueza. Este incremento de la remuneración deberá ser marginalmente superior o, al menos, igual al coste marginal de la medida de vinculación que ha asumido, por tal de que le salga a cuenta asumirla en primera instancia (Depken, Nguyen & Sarkar, 2006). En consecuencia, el coste de vinculación se acaba repercutiendo al principal por la vía de la remuneración del agente, y se puede afirmar que los costes de agencia son asumidos en todo caso, sea directa o indirectamente, por el principal.

3. Otros problemas de agencia en el ámbito corporativo

Se ha indicado en diversas ocasiones que la relación entre socios y administradores constituye el principal ejemplo de agencia en el ámbito societario. Esto es así porque se corresponde *stricto sensu* con su desarrollo teórico: un grupo delega la gestión de su patrimonio a otro sin que el primero tenga control pleno sobre la actuación del segundo. Sin embargo, se puede hablar de otras dos circunstancias naturales en el ámbito

corporativo que pueden tildarse de agencia *lato sensu*, pues, aunque no se delegue la gestión de un patrimonio, existe un principal cuyos intereses están tutelados por un tercero que actúa como un agente sobre quien no tienen control completo.

a. Conflicto de intereses entre socios mayoritarios y socios minoritarios

La primera forma alternativa de agencia es el conflicto que puede surgir entre los intereses de los socios que ostentan el control de la mayoría del capital, esto es, más del 50%, y los socios minoritarios respecto a los derechos de voto en las decisiones que competen a la junta de accionistas (Kraakman et al., 2004). A pesar de que la gestión del funcionamiento de la empresa está delegada en los administradores, ciertas decisiones que afectan a la naturaleza de la empresa siguen correspondiendo al conjunto de los socios reunidos en junta general, donde cada socio tiene un derecho de voto proporcional a su cuota de participación en la sociedad. Entre las decisiones que corresponden a la junta destacan el nombramiento de los propios administradores, cualquier modificación estructural de la sociedad, la determinación del objeto social y la actividad de la empresa, o incluso la disolución de la compañía. Puede ocurrir que un socio mayoritario tenga interés en tomar una decisión en contra del interés de los socios minoritarios. La cuota controlada por este socio le permite tomar tal decisión autónomamente e imponerla al resto de accionistas sin que puedan oponerse, a pesar de que sus intereses se vean afectados. En este escenario, los socios minoritarios ocupan la posición de principal, mientras que el mayoritario es el agente, ya que puede actuar sobre los intereses de los demás sin someterse a su control.

b. La empresa y los grupos de interés que la orbitan

La segunda situación de agencia *lato sensu* ocurre entre la empresa, en su conjunto, incluyendo a socios y administradores, y los grupos de interés que emergen a su alrededor (Kraakman et al., 2004). Cabe recordar que, al ser un nexo para las relaciones contractuales de diversos grupos, sobre la estructura social yacen los intereses de todos los grupos que entran en contacto a través de la empresa. Corresponde a la maquinaria decisoria de la empresa, principalmente de gestión, pero también al accionariado en aquello que le compete, llevar a buen puerto los contratos que se coordinan por medio de ella. En este sentido, se puede hablar de que existe un problema de agencia en la medida en que la empresa puede actuar de forma oportunista para favorecer los intereses de los administradores o de los socios a costa del resto de grupos.

III. Estrategias legales contra los problemas de agencia en la empresa

El Derecho se ha preocupado por dar respuesta a los conflictos de intereses entre los grupos que surgen alrededor de la empresa y que cristalizan en problemas de agencia dentro de la estructura societaria. Siendo que dichos problemas están íntimamente relacionados con la organización y las relaciones internas de la empresa, la rama jurídica que abarca estas cuestiones es el Derecho corporativo. El análisis de esta cuestión desde el punto de vista jurídico se ha enfocado plenamente hacia la mitigación de la vulnerabilidad del principal ante el oportunismo del agente (Kraakman et al., 2004). En este sentido, la doctrina jurídica, ante la evidencia aportada por la academia económica sobre la naturaleza de la agencia, ha dirigido sus esfuerzos hacia el desarrollo de medidas legales para lidiar con el problema, haciendo que los agentes tengan que rendir cuentas por distintas vías ante los principales, en esencia desarrollando medidas legales contra la acción oculta.

Las estrategias desarrolladas para tal fin se dividen en dos tipos. Las estrategias gubernativas facilitan a los socios el control de la actuación de los administradores a partir de la organización estructural de la empresa. Las reguladoras establecen los términos materiales que debe cumplir la relación entre el agente y el principal, restringiendo la actuación del agente por imperativo legal. Dentro de cada estrategia, la perspectiva legalista distingue dos tipos de medidas según el momento en que éstas despliegan sus efectos; *ex ante*, si lo hacen antes de que ocurra la acción del agente, y *ex post*, si lo hacen después. En la Figura 4 se observa una tabla donde se clasifican las medidas según su estrategia y el momento de su eficacia. Cabe mencionar que estas estrategias hacen especial referencia a la relación entre socios y administradores, por ser ésta la principal agencia del ámbito corporativo. Estas mismas estrategias tienen también cabida en la mitigación de otros tipos de agencia societaria por analogía, aunque con ciertas especialidades que no serán objeto específico de este análisis.

Estrategias legales contra los problemas de agencia en las sociedades mercantiles					
REGULADORAS			GUBERNATIVAS		
	Restricciones al agente	Condiciones de participación	Incentivos de alineamiento	Derechos de nombramiento	Derechos de decisión
<i>EX ANTE</i>	Normas	Entrada	Admin. fiduciaria	Selección	Promoción
<i>EX POST</i>	Estándares	Salida	Recompensa	Destitución	Ratificación

Figura 4: Estrategias legales para reducir los costes de agencia (Kraakman et al., 2004)

A. Estrategias gubernativas

1. Derechos de nombramiento

Los derechos de nombramiento son una consecuencia lógica de la delegación de la gestión del patrimonio de los socios y se refieren a la potestad de escoger a las personas que ejercerán la función de administradores, en la fase previa, así como de destituir a aquellos que no cumplan con los estándares exigidos por la propiedad, en fase posterior.

2. Derechos de decisión

Como ya se ha comentado con anterioridad, hay ciertas decisiones corporativas que por su naturaleza trascendental no son objeto de delegación en los administradores y competen a la propiedad reunida en la junta de accionistas. Los derechos de decisión presentan una íntima cercanía con los derechos de nombramiento, pues al fin y al cabo éstos últimos son una modalidad específica de los primeros que resulta especialmente idónea como incentivo sobre los administradores, al afectar de raíz su misma condición de gestores. Sin embargo, tanto la doctrina económica como jurídica han indicado su idoneidad como medida de contención en pro de los socios, al separar las cuestiones más sensibles de la compañía del alcance de la acción oculta de los administradores (Fama & Jensen, 1983b; Kraakman et al., 2004). La versión *ex ante* de esta estrategia es la exigencia de que los socios tomen la iniciativa para que los administradores puedan tomar una decisión, aunque esta figura no ha tenido demasiado predicamento en la práctica. Algo más habitual es la forma *ex post*, por la que los socios deben ratificar los actos de los administradores para dotarlos de validez, lo que a efectos prácticos es equivalente con que sea la propiedad quien tome directamente la decisión. Los ejemplos de derechos de decisión *ex post* más emblemáticos suelen encontrarse consagrados en normas legales, como sucede con el artículo 160 de la Ley de Sociedades de Capital española (LSC)³, sobre las competencias de la junta general. Éstas abarcan desde la aprobación de las cuentas anuales, hasta la modificación de elementos fundamentales de los estatutos.

³ Reino de España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

3. Incentivos de alineamiento

La última de las estrategias gubernativas es el establecimiento de incentivos que alineen los intereses de socios y administradores. La superioridad jerárquica del principal respecto al agente se fundamenta en que lo gestionado es propiedad del principal. Se presume que el agente recibe una remuneración previamente pactada, luego fija, y extraída de esa propiedad de los socios por sus servicios de gestión. En consecuencia, los titulares del derecho a apropiarse de los frutos de la gestión son los socios, que también soportan la carga de asumir las pérdidas si la gestión fracasa. Los incentivos de alineamiento de intereses, en su versión *ex post*, resultan disruptivos con la estructura jerárquica de la agencia porque consisten en hacer al agente partícipe de lo que fundamenta la primacía del principal. El paradigma de los incentivos dirigidos a alinear intereses es la recompensa de los administradores en forma de participación en los beneficios de la empresa. Esto se consigue con el ofrecimiento de fórmulas de remuneración variable a los administradores, sea como *stock options* o mediante el pago de *premiums* si se logran unos objetivos concretos fijados por la junta de socios. Se ha explicado anteriormente cómo estas fórmulas causan que la maximización de la riqueza de los socios, que es el motivo por el que se contrata a los administradores, provoque también la maximización del patrimonio de los administradores (Ver ejemplo de agencia, Figuras 1-3).

La versión *ex ante* de esta estrategia supone la inclusión de un director fiduciario independiente en el consejo de administración. La teoría detrás de esta figura sostiene que, ante la ausencia o en paralelo a incentivos económicos para alinear los intereses entre la administración y la propiedad, los agentes pueden responder a incentivos de prestigio (Kraakman et al., 2004). Es cierto que los administradores están ellos mismos sujetos a este supuesto incentivo de reputación, sin embargo, los directores independientes son administradores profesionales cuya función se basa ejercer de representante de los intereses de los socios en el consejo de administración, tarea que se le encomienda por su reputación de gestor fiel. De este modo, el mantenimiento de esa reputación sirve de incentivo para que el director independiente ejerza un control correcto contra la acción oculta de los agentes.

B. Estrategias reguladoras

1. Condiciones de participación

Por condiciones de participación debe entenderse aquella estrategia reguladora de la relación de agencia que dicta los términos necesarios para poder iniciar dicha relación. Las condiciones de entrada son requisitos que deben cumplir los administradores antes y por tal de adquirir tal cargo, por ejemplo, dar cuenta de la calidad esperable de su gestión, mientras que las condiciones de salida pueden entenderse como cláusulas de escape implícitas en la relación de agencia que permiten a los socios particulares dejar la posición de principal. El paradigma de la condición de salida se manifiesta en el derecho de los socios a vender sus participaciones en la compañía. Si bien esto no libera a la sociedad de un posible administrador nocivo, da la oportunidad a cada socio en particular de abandonar la relación.

2. Restricciones a la acción del agente

La última de las estrategias reguladoras para reducir los costes de agencia, y la más relevante a efectos de este trabajo, consiste en el establecimiento de normas y estándares que limiten la actuación del administrador. Las normas prohíben actuaciones concretas del consejo de administrador que puedan dañar los intereses de los socios antes de que ocurran. Por su parte, los estándares determinan un nivel de cumplimiento en acciones concretas, que servirá de modelo para evaluar el cumplimiento de los administradores tras la realización de esas mismas actuaciones. De este modo, las normas restringen la acción oculta de los administradores antes de que ocurra, mientras que los estándares no impiden directamente acciones contrarias a los intereses de los socios, si no que establecen un nivel mínimo que debe cumplir la gestión. Una de las diferencias entre las normas y los estándares es que las conductas contrarias a una norma se conocen desde antes de que ocurran; por el contrario, para considerar el incumplimiento de un estándar es necesario el examen de la conducta a posteriori y contextualizando es escenario económico y jurídico en que se realiza la conducta presuntamente deficitaria (Kaplow, 1992).

Un ejemplo de restricciones normativas es la prohibición a los administradores de realizar transacciones consigo mismos en condiciones fuera de mercado en detrimento de la compañía. Dentro de los estándares, destacan dos en particular. El deber de lealtad exige que la gestión social se efectúe atendiendo únicamente a los intereses de la sociedad, que

en última instancia coinciden con los de la propiedad, con independencia de criterio y subordinando el interés propio del administrador al de la sociedad cuando ambos entren en conflicto.⁴ Paralelamente, el deber de diligencia es la obligación de desempeñar el cargo de administrador con atención, prudencia y cuidado, de manera informada y con la dedicación adecuada atendiendo a las distintas circunstancias imperantes.⁵ Resulta necesario indicar que el beneficiario principal de estos deberes es la compañía, siendo que se configuran como matices del más amplio deber general de los administradores de promover el éxito de la empresa, lo que en última instancia beneficia a aquellos actores económicos que ostentan los derechos últimos sobre el patrimonio de la empresa, es decir, los socios (Keay, 2009).

Cabe analizar la forma en que estas medidas actúan contra los problemas de agencia. Las normas se caracterizan por causar presunción de invalidez de las acciones ocultas de los administradores que las contrarían, dejándolas preventivamente sin efecto por tal de proteger los intereses de la propiedad corporativa. Por su parte, los estándares actúan a modo de medida disuasoria contra la acción oculta ya que su cumplimiento exige constancia a lo largo de la gestión de los administradores y, al establecerse un nivel mínimo exigible en su actuación, una gestión deficitaria desencadenará su responsabilidad patrimonial por incumplimiento de los deberes inherentes al cargo. De esta manera, puede decirse que la fuerza de los estándares de gestión para mitigar la acción oculta radica en su capacidad de generar la responsabilidad patrimonial de los administradores por los daños que el principal haya sufrido a raíz de la gestión., lo que causa el alineamiento de los intereses de estos agentes con los de sus principales de manera simétricamente inversa a las recompensas antes descritas; agente y principal se arriesgan a sufrir menoscabos en su riqueza si la gestión no cumple el estándar sentado.

⁴ *Deber de lealtad*, DPEJ, RAE.

⁵ *Deber de diligencia*, DPEJ, RAE.

Segunda parte: La situación de agencia de los acreedores de empresas insolventes

IV. El giro de la estructura agencial en la empresa insolvente: los acreedores como principales de los administradores

Dentro de los escenarios de agencia surgidos entre la empresa y los grupos de interés que la orbitan, existe un grupo de interés en concreto que se encuentra en una tesis particularmente proclive a la aparición de estos. De la misma forma en que la relación socio-administrador se fundamenta en que los socios ponen parte de su patrimonio en la compañía y delegan la gestión de esa riqueza en los administradores, entre los acreedores y la empresa se da un escenario muy similar. Al fin y al cabo, bajo la óptica de la sociedad como nexo de contratos, tanto acreedores como socios cumplen la función de aportar recursos financieros para sufragar el funcionamiento empresarial. En este sentido, la agencia *lato sensu* entre la empresa y los acreedores se basa en el dinero que los segundos aportan a la primera con la expectativa de recuperarlo en un futuro junto con los intereses devengados durante el plazo del préstamo. En la medida en que ese dinero prestado debe emplearse de tal forma que sea viable este cumplimiento, la empresa actúa como un agente que gestiona los intereses económicos de los acreedores.

En esencia, acreedores y socios por igual son para la empresa fuentes de financiación que contratan con ella la aportación de recursos a cambio de una serie de contraprestaciones. Estas contraprestaciones y los derechos que incorporan son precisamente lo que diferencia a estos dos grupos de interés. Desde el punto de vista financiero, se dice que los acreedores aportan financiación a la empresa en forma de deuda, mientras que los accionistas hacen exactamente lo mismo en forma de capital. A nivel económico, como se viene indicando, ambas figuras son una entrada de fondos en la empresa. A nivel jurídico y contractual, la deuda se vehicula en un contrato de préstamo financiero integrado en el pasivo de la empresa. Esto da a los acreedores un derecho de crédito para el cobro del monto aportado y de los intereses pactados al vencimiento de un plazo determinado, convenido entre las partes. Por su parte, el capital da a los socios un título de participación en la sociedad a plazo indefinido, que los posiciona como titulares residuales del patrimonio social. Es decir, los socios ostentan el derecho último sobre los flujos netos de caja de la empresa (Fama & Jensen, 1983b), que podrán incorporar a su patrimonio personal llegado el momento de la liquidación de la sociedad, y siempre tras

la amortización del pasivo empresarial. Esta condición de titulares residuales del patrimonio empresarial implica que los socios soportan el riesgo de la actividad de la empresa, cosa que, como ya se ha indicado anteriormente, es el fundamento mismo de su relación de agencia con los administradores.

Según este mismo marco teórico, el capital social lo que sustenta el funcionamiento de la sociedad porque supone un recurso propio que financiará sus activos hasta su misma disolución, ya que no existe la obligación de devolverlo durante la vida de la empresa. En cambio, la deuda es un recurso ajeno que deberá retornarse al vencimiento de un plazo determinado sin que ello suponga la disolución de la empresa. Sin embargo, la realidad económica puede dar lugar a un fenómeno contradictorio con esta teoría cuando la empresa deviene insolvente. A continuación, se analizará el funcionamiento de las empresas sometidas a estrés financiero.

A efectos de este análisis se entenderá por insolvencia el escenario de insolvencia técnica o del balance, es decir, aquella situación contable en la que la empresa no posee activos suficientes para cubrir el monto total de sus deudas. Una empresa saneada tiene una estructura contable de su balance como la que se puede observar en la Figura 4.



Figura 5: Estructura de balance saneado

El conjunto de los activos empresariales se financia por recursos propios del patrimonio neto y por deudas a largo y corto plazo del pasivo corriente, de tal forma que se cumple la ecuación contable del balance.

$$\text{Activo} = \text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo}$$

Siendo el activo el conjunto de bienes y derechos económicos de los que se disponen, la empresa está saneada si posee un activo suficiente como para amortizar todas las deudas que componen el pasivo y para que exista un valor remanente que se corresponderá con

el patrimonio neto, es decir, con los recursos que constituyen los flujos de caja netos de la empresa sobre los cuales los socios poseen la titularidad residual. La ecuación del balance expresa esto con una simple modificación.

$$Activo - Pasivo = Patrimonio Neto$$

La insolvencia se refleja en la ecuación del balance cuando el conjunto del pasivo es superior al conjunto del activo, como se refleja en la Figura 5. En este caso, el valor del patrimonio neto deviene negativo, reflejando el valor descubierto de las deudas a las que la empresa no puede hacer frente.

Descubierto	
Activo Corriente	Pasivo Corriente
Activo Inmovilizado	Pasivo No Corriente

Figura 6: Estructura de balance en situación de insolvencia

Como se observa en estos esquemas, la insolvencia implica que aquel núcleo de financiación que suponía el patrimonio neto, compuesto principalmente por las aportaciones al capital social de los accionistas, se ha agotado. Por ende, lo que sostiene el funcionamiento de las empresas insolventes ya no es el dinero de los socios, como indica la teoría estructural de la empresa antes descrita, sino que se pasa a funcionar únicamente sobre las aportaciones de los acreedores en forma de deuda.

La insolvencia afecta igualmente a la lógica detrás de las contraprestaciones que cada grupo de interés recibe por sus recursos financieros. Puesto que los flujos netos de la empresa se vacían de valor, los acreedores pasan a ser los titulares residuales de facto de la empresa (Alces & Ribstein, 2007), de tal forma que, si se procediese a la liquidación de la empresa, el valor de los activos empresariales, en el mejor de los casos, apenas cubriría los pasivos, sin que quede nada de ese valor a repartir entre los accionistas. Esto significa que quienes soportan el riesgo de la actividad empresarial ya no son los accionistas – por así decirlo, ya han sucumbido a él – sino que el riesgo se traslada a los acreedores. Este hecho lleva a plantearse si la estructura societaria, que no en balde se

construye alrededor de la agencia entre los administradores y la propiedad, debería poner el foco en la relación con los acreedores.

En cierto modo, la apertura del concurso de acreedores ya pone de manifiesto que la empresa ya no depende de su capital social, sino de la riqueza de los acreedores. Sin embargo, este procedimiento no pretende solucionar los problemas de agencia tan particulares de la empresa insolvente. En cambio, su objeto es la reestructuración de los problemas de reparto de riqueza con los acreedores, cosa razonable ya que esa es la cuestión subyacente. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que muchas legislaciones, como la española, configuran este procedimiento hacia la supervivencia de la empresa. Esto se demuestra en varias instancias a lo largo de la Ley Concursal española (LCE)⁶, por ejemplo, al no interrumpirse la actividad económica durante el procedimiento (art. 113 LCE), al preverse la negociación de un convenio con mecanismos de quita y espera sobre los pasivos junto a un plan de viabilidad de la empresa (arts. 315 y ss. LCE), o en el hecho que algunos mecanismos de reparto del patrimonio empresarial busquen mantener la integridad y funcionalidad de las unidades productivas (art. 710 LCE).

En este sentido, el procedimiento que ha de servir a los acreedores para defender sus intereses se torna diabólicamente contra ellos. En sí mismo, buscar la pervivencia de las empresas insolventes puede ser positivo a nivel de política económico-empresarial. No obstante, no se debe perder de vista que las quitas y esperas que extienden la viabilidad de la empresa, si bien la atenúan, no solucionan su bancarrota. En otras palabras, incluso después del concurso de acreedores, la sociedad y sus administradores seguirán sustentando su funcionamiento y gestión sobre el patrimonio de los acreedores. En cambio, se seguirá considerando que la agencia entre administradores y socios es la que genera los mayores problemas, sin que la estructura corporativa refleje con fidelidad que realmente los problemas de agencia son ahora más acuciantes entre administradores.

Por ello, los mecanismos jurídicos para lidiar con los problemas de agencia seguirán haciendo que los administradores tengan que rendir cuentas ante los socios, a pesar de que el estado económico de la empresa exija en realidad mayor protección para los acreedores. Esto genera una acción oculta más profunda de los administradores contra los acreedores. Los primeros, dado que son los socios ante quienes han de rendir cuentas

⁶ Reino de España. Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal.

cuando en realidad el dinero en que se basa su gestión es de los acreedores, tienen un gran incentivo para especular con el dinero de los acreedores, que asumen el riesgo de estas operaciones más arriesgadas, en beneficio y sin perjuicio para el patrimonio de los socios (Elias & Stark, 2020). Bajo esta lógica, si la jugada sale bien, generan ganancias para aquéllos con las herramientas legales para monitorizarlos, y si sale mal las pérdidas son asumidas por un grupo de interés distinto al que les controla.

V. La necesidad de ofrecer herramientas societarias a los acreedores para reducir los problemas de agencia

A raíz del giro en la realidad económica de la empresa cuando ésta deviene insolvente, se ha generado un debate en el seno del Derecho societario acerca de la necesidad de ofrecer a los acreedores las herramientas propias, de origen legal y de obligado cumplimiento, de esta rama jurídica para lidiar con los problemas de agencia que aparecen contra sus intereses en relación con la acción de los administradores. El objeto de fondo aquí es parte de un debate más amplio conocido como *shareholder-stakeholder divide*, acerca de la prelación de intereses en la empresa. En este sentido, han surgido tres teorías que han encontrado desarrollo práctico en distintos países, como puede observarse en la figura 7.

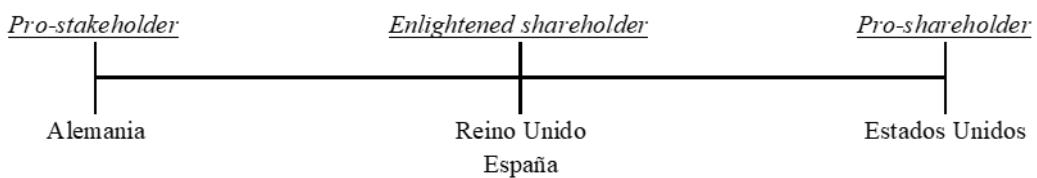


Figura 7: Posturas del Derecho corporativo respecto a la primacía de intereses en la empresa y algunos países partidarios

La teoría *pro-stakeholder* entiende que, bajo la óptica de la empresa como nexo de contratos, todos los grupos de interés son fundamentales para el correcto funcionamiento de la empresa (Freeman, 1984). A nivel jurídico, esta teoría se abre a poner a disposición de cualquier grupo de interés que se vea afectado por los problemas de agencia las estrategias legales contra tales situaciones, incluso dándoles herramientas de supervisión directa de la gestión empresarial. Esta teoría ha sido típica de varios Estados europeos, siendo la principal muestra de esta teoría la puesta en práctica en el Derecho alemán, en cuyas empresas, por ejemplo, existe un consejo de supervisión a los administradores

donde se reúnen los socios junto con otros grupos de interés, como empleados o acreedores, bajo la Ley de Codeterminación de 1976.⁷

En las antípodas de este acercamiento a la sociedad se encuentra la teoría *pro-shareholder*, que aboga por la primacía de los intereses de la propiedad de la empresa. Sostiene que el objeto del Derecho corporativo es regular la estructura y organización de la sociedad en cuanto a relación jurídica entablada, inicialmente, por los socios y que sirve a posteriori como nexo de contratos para otros actores económicos. En este sentido, la constitución de la sociedad debe entenderse como un contrato privado, si bien muy complejo por la amplitud de aspectos que abarca, y el Derecho societario es, por lo tanto, el conjunto de normas que rigen ese contrato en concreto. El hecho de que esta rama aporte soluciones a los problemas de agencia que aparecen entre los socios y los administradores es porque ésta es una problemática intrínseca a la relación societaria, y no porque los problemas de agencia en general sean objeto de dicha rama. Consecuentemente, el resto de los grupos de interés deberán acudir a otras ramas jurídicas para proteger sus intereses, sin que puedan beneficiarse de las herramientas propias del Derecho societario, ya que su propósito es otro (Bainbridge, 2005). En el caso concreto de los acreedores, puesto que la agencia es una situación intrínseca de su relación con la empresa en una eventual bancarrota, éstos deberán acudir al Derecho de los contratos para obtener protección. Es decir, deberán incluir las medidas adecuadas para proteger sus intereses en el contrato que vehicule su relación con la empresa.

Ésta ha sido la posición histórica de los países anglosajones, principalmente en Estados Unidos, como refleja la sentencia de referencia *Dodge v. Ford Motor Co.*⁸ En aquella ocasión, Henry Ford, administrador de la compañía de su mismo nombre, estaba decidido a recortar precios e incrementar la plantilla de sus fábricas, a pesar del aumento de costes asociado a ello. Esta estrategia era plenamente posible gracias al éxito de la empresa, pero reducía sustancialmente el valor que la compañía reportaría a los accionistas. Ante este escenario, los hermanos Dodge, titulares del 10% del accionariado, demandaron a Ford por tomar decisiones que, si bien podían ser beneficiosas para la empresa a largo plazo, eran contrarias a los intereses de los accionistas. La Corte Suprema del Estado de

⁷ República Federal de Alemania. «*Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer vom 4. Mai 1976*» (*Mitbestimmungsgesetz -MitbestG*) – Ley de Codeterminación de los Trabajadores, de 4 de mayo de 1976 (Ley de Codeterminación)

⁸ Estados Unidos de América; Estado de Michigan. *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich 459; 170 NW 668 (1919)

Michigan acabó dando la razón a los hermanos y obligó a que Ford declarase un reparto extraordinario de dividendos por valor de \$19.3 millones de aquella época. Más importante fue la opinión del juez Ostrander, donde se recoge perfectamente el principio fundamental de la primacía de los accionistas, vigente en la jurisdicción americana más de 100 años después de su pronunciamiento:

«Una corporación comercial se organiza y lleva a cabo principalmente para el beneficio de los accionistas. A tal fin deben utilizarse las facultades de los directores. La discreción de los directores debe ejercerse en la elección de los medios para lograr ese fin y no se extiende a un cambio en el fin mismo, a la reducción de ganancias o a la no distribución de ganancias entre los accionistas para dedicarlas a otros fines.»

Russell C. Ostrander (1851-1919)

En rigor, la teoría *pro-shareholder* tiene su origen en el Reino Unido, pero a finales del siglo XX se desarrolló una posición intermedia debido a la cercanía de este país con Estados partidarios del acercamiento favorable a los *stakeholders* en el marco de la Unión Europea, y que a la postre tendría cierto desarrollo en los EE.UU. debido a la influencia recíproca influencia entre los sistemas de Derecho británico y americano. La teoría del *enlightened shareholder* aboga priorizar los intereses de los accionistas, ofreciendo también un cuidado atento a los intereses de otros grupos (Millon, 2010). En la práctica jurídica, esta teoría es partidaria de ofrecer cierta protección desde el Derecho corporativo al resto de grupos de interés cuando sus intereses se enfrentan a un riesgo real. No obstante, esta teoría se opone a medidas que puedan desplazar los intereses de la propiedad del foco de la gestión empresarial, como puede suceder con las fórmulas que propone el acercamiento *pro-stakeholder*.

Para esta última teoría, la solución óptima pasa por establecer estándares de gestión, principalmente deberes de lealtad y diligencia, que corran, directa o indirectamente, en favor de los acreedores cuando la empresa entre en insolvencia. Los argumentos aportados a favor de esta opción consisten en que el establecimiento de estándares no supone una disrupción tan severa en orden natural de intereses en la empresa, a la vez que la eventual responsabilidad patrimonial generada contra los administradores en caso de incumplimiento es un buen incentivo para alinear la acción gestora con los intereses del nuevo principal.

La modernidad de la perspectiva del *enlightened shareholder* hizo que otros países vieran en ella un *benchmark* que valía la pena exportar a sus propios ordenamientos jurídicos. Esto sucedió en EE.UU. donde, a pesar de su tradición conservadora, durante los años 1990 y 2000 surgieron doctrinas judiciales que introdujeron los estándares a favor de los acreedores en su jurisdicción, aunque en la década siguiente esta tendencia entró en clara remisión. También cabe observar que la tradición jurídica española ha optado por una fórmula para la protección de los intereses de los acreedores que, en el fondo, se basa en la misma premisa de la responsabilidad de los administradores, por lo que se podría encasillar el modelo español en la teoría más moderna, aunque con ciertas reservas. En el siguiente apartado se describirá el panorama jurídico de los mecanismos de responsabilidad de los administradores en favor de los acreedores en estos tres Estados para luego efectuar una comparación económica de cada sistema.

VI. Mecanismos legales de responsabilidad de los administradores ante los acreedores

A. Desarrollo legal en el Reino Unido

Al hablar de deberes de lealtad y diligencia de administradores de empresas insolventes en favor de los acreedores en el Reino Unido, es necesario hacer referencia a la decisión judicial del caso *West Mercia Safetywear*.⁹ Esta sentencia sentó un precedente de referencia por el cual los administradores deben lealtad y diligencia a los acreedores cuando surge la insolvencia, debido a que en dichas circunstancias la empresa opera completamente apalancada en las deudas contraídas con sus acreedores por la falta de recursos propios (Keay, 2009). En 2006, la Ley de Sociedades británica¹⁰ incorporó esta doctrina como norma legal, con ciertas apreciaciones para detallar su configuración. Concretamente, según el artículo 172 dicha ley, tales deberes en favor de los acreedores son un matiz del deber superior de promover el éxito de la compañía, que exige que bajo ciertas circunstancias se deba actuar considerando los intereses de los acreedores. La redacción de este artículo aporta dos características relevantes.

Primero, estos deberes, en cuanto parte de un deber superior en favor de la compañía en sí, corren en favor de la empresa, si bien benefician a los acreedores en segunda instancia.

⁹Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte. *Liquidator of West Mercia Safetywear Ltd v Dodd* (1988) 4 BCC 30

¹⁰ Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte. «*Companies Act 2006*» – Ley de Sociedades de 2006

Así pues, la gestión empresarial debe cumplir dichos estándares para poder ser considerada adecuada en términos generales. Además, la consideración de los intereses de los acreedores no siempre es necesaria, sino solo «bajo ciertas circunstancias». El artículo presenta importantes deficiencias sobre el momento en que los deberes en favor de los acreedores entran en juego, por lo que se debe recurrir a la jurisprudencia para obtener mayor claridad.

El precedente judicial más actualizado que resuelve esta cuestión es el contenido en la sentencia del caso *Sequana*,¹¹ que sienta las siguientes apreciaciones. El momento más notorio, ya presente en *West Mercia Safetywear*, en que se aplican los deberes en favor de los acreedores es durante la insolvencia manifiesta, por posicionarse éstos como titulares residuales del valor empresarial (Keay, 2001). Sin embargo, el momento preciso en el que surge la insolvencia es difuso. Por esta razón, los tribunales han llegado a considerar otros dos escenarios de estrés financiero previos a la insolvencia en que se desencadenan estos deberes.

En primer lugar, se ha extendido la aplicación del deber a situaciones en que la empresa se acerca a la insolvencia (Keay, 2009). Esto puede interpretarse como ese punto en el que una empresa, aunque aún no es insolvente, se encuentra en una posición económica que se dirige hacia la insolvencia de una manera tal que se espera que unos administradores diligentes la perciban. De igual manera, se extienden a los casos en que la solvencia de la empresa resulte dudosa, escenario que, pese a no tener una definición clara, se considera que permite un mejor examen a los administradores (Keay, 2009); si una actuación presenta especial riesgo debido a que la empresa no posee un fondo de maniobra suficiente, puede inferirse que su solvencia es dudosa.

B. Desarrollo legal en los EE.UU. – Delaware

Cuando se habla de Derecho corporativo en los EE.UU. es inevitable hacer referencia al estado de Delaware, conocido por ofrecer una legislación muy beneficiosa en materia fiscal y para la constitución de sociedades mercantiles, por dejar gran libertad a los socios para confeccionar los estatutos sociales (Crail, Watts & Haskins, 2024). que ha convertido al pequeño estado de la costa atlántica americana en la meca de la incorporación societaria, atrayendo a multitud de inversores y emprendedores para

¹¹ Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte. *BTI 2014 LLC v Sequana SA* [2022] UKSC 2

localizar la sede de sus empresas allí. Esto ha conferido al Derecho corporativo de este estado una relevancia práctica que le posiciona como la referencia en dicho país.

El desarrollo de un deber de los administradores en favor de los acreedores se instauró en Delaware en 1991 con el caso *Credit Lyonnais*.¹² La norma introducida por este precedente suponía un cambio del paradigma clásico de la primacía de los accionistas y estaba claramente influenciada por el desarrollo que esta cuestión había tenido durante la década anterior en el Reino Unido bajo la teoría del «*enlightened shareholder*». Aquella sentencia justificaba la implantación de tales deberes en el hecho de que los acreedores se convierten de facto en titulares del valor residual de la empresa, como ya se ha explicado anteriormente. Además, la sentencia adaptaba el régimen de aplicabilidad de tales deberes en situaciones previas a la insolvencia, bajo la voz «*the vicinity of insolvency*» (los aledaños de la insolvencia). Sin embargo, una década después la jurisprudencia acabó por eliminar esta doctrina con la sentencia del caso *Gheewalla*,¹³ del año 2007, alegando que el reconocimiento de deberes en favor de los acreedores acuciaría la incertidumbre de los administradores de cara a la persecución de los mejores intereses de la empresa, cosa que puede afectar negativamente a la predictibilidad y a la seguridad jurídica en el mercado (Bainbridge, 2005).

Bainbridge (2005) profundiza en la crítica a este sistema describiendo que los acreedores ya tienen a su disposición otras vías legales para tutelar sus intereses. Cuando una empresa contrata con un acreedor, lo que realmente está adquiriendo es el derecho para utilizar los recursos financieros como le parezca conveniente, y a cambio se obliga a su retorno en el plazo convenido y junto con los intereses procedentes, con el único límite de aquellas garantías o medidas de protección que los acreedores sean capaces de negociar. Así, cualquier tipo de protección no negociada y de origen puramente legal o jurisprudencial, debe limitarse a la responsabilidad extracontractual en que puedan incurrir los administradores ante los acreedores por los daños que los primeros causen a los segundos mediante culpa o negligencia, sin que en ningún caso deba existir protección basada en un supuesto deber de lealtad fiduciaria entre ambos agentes económicos.

¹²Estados Unidos de América; Estado de Delaware. *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathé Comm. Corp.*, 1991 WL 277613 (Del C. De. 30, 1991)

¹³Estados Unidos de América; Estado de Delaware. *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 100 (Del. 2007)

Adicionalmente, en los EE.UU. existe el *Business Judgment Rule*, una doctrina con mucho más predicamento y desarrollo en las jurisdicciones americanas que los deberes en favor de los acreedores, que protege las actuaciones de los administradores de juicios posteriores, con información de la que carecían en el momento en que actuaron, siempre que su gestión haya sido leal y diligente en favor de lo que consideraban de manera razonable que, a su juicio empresarial, servía a los intereses de la compañía y de sus titulares residuales. En teoría, la *Business Judgment Rule* permitiría a los administradores actuar en interés de los acreedores incluso cuando la sociedad sea solvente, o no hacerlo durante la insolvencia, si, bajo su juicio empresarial, leal y diligente, eso es lo que consideran mejor para la sociedad. En esencia, la preponderancia del *Business Judgement Rule* sobre los deberes en favor de los acreedores causa que esta última doctrina sea fútil en la práctica (Bainbridge, 2005).

El estado actual de la cuestión se encuentra bien resumido en el caso *Quadrant*¹⁴ de 2014, que apunta cuatro aspectos esenciales en la materia:

- 1- No se desprenden consecuencias jurídicas, ni deberes adicionales en los supuestos «aledaños de la insolvencia».
- 2- Independientemente de la circunstancia financieras de la empresa, los acreedores no pueden presentar reclamaciones directas por incumplimiento de un deber de lealtad o diligencia, y ya en la insolvencia sólo están a su disposición acciones basadas en el incumplimiento de las obligaciones contractuales de la empresa.
- 3- Consecuentemente, los administradores no tienen deberes en favor de los acreedores, sólo hacia la empresa y a los titulares de su valor residual, que pueden incluir a los acreedores una vez surgida la insolvencia.
- 4- Los administradores están protegidos por el *Business Judgement Rule* en la toma de decisiones que prioricen los intereses de un grupo de interés sobre otro, siempre que su objetivo sea maximizar el valor de la empresa.

C. Desarrollo legal en España

La fórmula desarrollada en España para la protección de los intereses de los acreedores de las injerencias en sus intereses por los administradores sociales no responde, en rigor, a la teoría de la agencia, aunque las medidas implantadas presentan características que

¹⁴ Estados Unidos de América; Estado de Delaware. *Quadrant Structured Prod. Co. v. Vertin*, 102 A.3d 155, (Del. Ch. 2014)

permiten su análisis desde esta óptica. El Derecho societario español se ha preocupado por proteger, tanto a socios como a acreedores, de los daños efectivos que puedan sufrir a raíz de la gestión empresarial, en vez de cubrir sus intereses del riesgo moral propio de la agencia. Las respuestas dadas en la jurisdicción española consisten en la acción social e individual de responsabilidad, contenidas en los artículos 236 y siguientes de la Ley de Sociedades de Capital.¹⁵ Estas acciones dan, en la práctica un derecho contra los administradores a cobrar una indemnización por los daños sufridos a causa de sus actuaciones. En términos económicos, son herramientas que permiten extraer del patrimonio de los administradores una renta igual al menoscabo económico que éstos hayan podido causar. En la práctica funcionan como una medida disuasoria contra la acción oculta de los agentes, ya que pueden poner en riesgo su patrimonio personal si su actuación genera daños contra los intereses de los principales.

Para ejercitar dichas acciones deben concurrir tres presupuestos básicos (Sánchez, Sánchez-Calero, 2013). En primer lugar, debenemerger daños económicos, bien para la sociedad, para los socios, o para los acreedores. A la vez, los administradores deben haber incumplido las obligaciones inherentes al cargo, entre ellas los deberes de lealtad y diligencia, ya sea de forma dolosa e intencionada o de forma culposa y negligente. Por último, se exige que exista causalidad entre el daño emergente y el incumplimiento. Adicionalmente, la insolvencia de la empresa resulta necesaria para permitir a los acreedores el ejercicio de la acción social, no así para la individual. Esto se debe al mismo fundamento detrás de cada una de ellas.

La acción social pretende restituir el patrimonio de la sociedad por los daños que ésta haya sufrido a causa de la acción de los administradores. A nivel económico, busca restaurar el valor de la empresa para permitir la continuidad de los contratos que convergen en ella, cosa que afecta al funcionamiento de la misma empresa e interesa a los titulares residuales de su valor. Por ello, la legitimidad principal para ejercer esta acción corresponde a la sociedad, en tanto que persona jurídica autónoma, y a los socios por su condición de titulares residuales de la empresa. Por ello, llegada la insolvencia y el giro que este condicionante causa en la prelación de intereses alrededor de la empresa, los acreedores adquieren la capacidad de ejercer igualmente esta acción. En cambio, la acción individual tiene por objeto el resarcimiento de los daños sufridos a causa de los

¹⁵ Reino de España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

administradores por socios o acreedores a título individual, pudiéndola ejercer cualquiera de ellos si concurren los tres presupuestos básicos. Su concepción se separa de la continuidad y preservación del valor empresarial, y se centra únicamente en la restauración de los perjuicios que la acción oculta de los administradores pueda causar a los actores económicos que financian a la empresa.

VII. Análisis económico comparativo

La configuración legal de la cuestión en el Reino Unido no permite hablar de deberes reales de los administradores en favor de los acreedores, sino que más bien se da una traslación del beneficiario último de los deberes de gestión cuando la empresa padece estrés financiero. Dichos deberes siempre corren en favor del éxito de la empresa, siendo que el efecto de insolvencia es que los beneficiarios últimos de su lealtad sean los acreedores en vez de los accionistas. Esto ocurre porque el éxito de la empresa en estas circunstancias requiere por mandato legal la promoción de los intereses de los acreedores, en la medida en que estos se convierten en los titulares del valor residual de la empresa. En esencia, se redibuja la tradicional relación de agencia societaria de modo que los administradores actúan como agentes indirectos de los acreedores por medio de la compañía.

Este modelo introduce incentivos que inclinan a los administradores a optar por actuaciones que beneficien a los acreedores cuando la empresa sea insolvente, incluso por encima de soluciones socialmente óptimas que creen un valor superior para el conjunto de intereses que convergen en la empresa. Estos incentivos se basan en que la toma de decisiones que no prioricen la satisfacción de los derechos de este grupo puede acabar repercutiendo negativamente en el patrimonio personal de los administradores, en el caso de una eventual aparición de daños económicos contra sus nuevos principales.

Adicionalmente, si bien esto se justifica con la traslación de la relación agencial cuando estos actores económicos se convierten en los titulares residuales del valor de la compañía, no puede olvidarse que la gestión de la empresa conlleva el constante juego de balanzas entre distintos grupos de interés, y que la falta de liquidez de la sociedad no hace sino endurecer las condiciones en que debe realizarse la gestión. Por tanto, al introducirse incentivos para el favorecimiento de un actor frente al resto, lo que realmente ocurre es que se distribuye un riesgo que es intrínseco al tipo de relación entre el favorecido y la empresa hacia los demás. Cuando el resto de los grupos de interés contratan con la

empresa saben de antemano que los administradores actuarán en beneficio último de los socios, dado que éstos son sus principales en condiciones normales, y pueden utilizar esta información en el momento de negociar su relación con la entidad. Sin embargo, la existencia de deberes de gestión que beneficien a los acreedores escapa del orden natural dentro de la empresa, ya que la agencia que emerge en la circunstancia de la insolvencia entre éstos y los gestores es intrínseca a la relación de financiación entablada con la empresa. En consecuencia, las medidas para mitigar esta problemática deberían tener su origen exclusivamente en el contrato que los une, del mismo modo en que, por ejemplo, los proveedores solo pueden recurrir a lo que establezca su contrato para proteger sus intereses, tal y como indican los autores americanos (Bainbridge, 2005). En suma, la redistribución del riesgo al común de los actores que convergen en la empresa puede desencadenar un efecto salida entre los grupos que se ven desfavorecidos, al imponérseles potenciales pérdidas de riqueza que no son propias de su relación, y que se suman a los riesgos que sí les son propios. Esto ahondaría en las pérdidas de riqueza del sistema empresarial, ya que todos los grupos son necesarios para el funcionamiento de la empresa. Tanto si se les quiere retener ofreciendo dádivas compensatorias, o si se inician negociaciones con nuevos actores para suplirles, se incurrirá en costes de transacción que reducirán el valor neto de la empresa.

Finalmente, el modelo británico adolece de imprecisiones en el momento en que ocurre la propia traslación de la relación de agencia hacia los acreedores. No es simplemente que la insolvencia presente dificultades en lo que respecta al acotamiento temporal de su emergencia, si no que el resto de sus situaciones desencadenantes están igualmente afectas a los mismos inconvenientes (Keay, 2009). Esto condiciona a los administradores sociales, incrementando la incertidumbre a la que se enfrentan durante su gestión, ya de por sí complicada cuando la empresa es insolvente. Este hecho fue decisivo para la eliminación de las doctrinas similares que se desarrollaron en los EE.UU. por su nocividad para con la seguridad jurídica (Bainbridge, 2005). Al no tener claro, ni los administradores ni los acreedores, si se ha traspasado el horizonte de la insolvencia, ambos se arriesgan a que, si acuden a la Justicia para dirimir su conflicto, se emita una decisión judicial cuyo contenido no pueden predecir con un mínimo de certeza, debido a la imprecisión del momento en que gira el sentido de los deberes de gestión hacia los acreedores. A nivel económico, una menor seguridad jurídica se traduce en un aumento del riesgo sistémico al que se enfrentan ambos actores.

En los EE.UU., la eliminación de estas doctrinas a raíz del caso *Gheewalla* depuraron del sistema americano los resultados indeseados que afectan a su desarrollo en el Reino Unido, principalmente los que afectan a la seguridad jurídica e incrementan el riesgo sistémico del mercado nacional. Existen otros dos argumentos contra la implantación de deberes en favor de los acreedores en el Derecho societario de Delaware. En primer lugar, tales figuras son propias de una concepción de la sociedad distinta de la primacía de la propiedad, tan arraigada en la tradición legal americana. De hecho, en el pasado ya hubo tendencias hacia la mayor protección de otros grupos de interés desde el Derecho corporativo, pero siempre acabaron por remitir, volviendo a la concepción *pro-shareholder* (Elias & Stark, 2020). La razón por la cual no han podido arraigar es que las normas corporativas americanas han evolucionado sobre la base de la primacía de la propiedad dentro de la empresa, por lo que este tipo de medidas resultan disruptivas con la coherencia interna del sistema legal y acaban siendo expulsadas. El segundo argumento es precisamente un ejemplo de esta disrupción. El *Business Judgement Rule* es una doctrina mucho más consolidada en el Derecho americano y su interacción con los deberes en favor de los acreedores resulta en la futilidad de estos últimos por proteger la actuación de los administradores, siempre que favorezca leal y diligentemente al valor de la empresa.

En términos económicos, el *Business Judgment Rule* permite a los administradores de empresas, insolventes o no, optar por la solución socialmente óptima en todo momento. Ante un mismo escenario de estrés financiero, los administradores de una corporación americana pueden dirigir sus esfuerzos hacia la maximización de la riqueza en el sistema, mientras que los británicos deben priorizar una gestión potencialmente no óptima que favorezca a los acreedores. Si bien es cierto que los acreedores no tienen herramientas societarias para cubrir su posición de los problemas de agencia en una eventual insolvencia, la teoría predominante en este país entiende que esto no es un problema, ya que éstos pueden acudir a otras ramas jurídicas para proteger sus intereses, principalmente al Derecho contractual, y deben ser capaces de prever esta situación, incluso aunque sea una mera eventualidad (Bainbridge, 2005). Adicionalmente, la protección que esta doctrina proporciona a las actuaciones de los administradores incrementa la predictibilidad de las decisiones judiciales que resuelvan los posibles conflictos que surjan entre ellos y los acreedores, cosa que reduce el riesgo sistémico respecto al modelo británico.

En general, el modelo societario de Delaware no ofrece realmente medidas que protejan a los acreedores de los problemas de agencia en el eventual escenario de la insolvencia empresarial. Sin embargo, no cabe considerar que queden desamparados; gozarán de la protección contra los riesgos intrínsecos a su posición que hayan sido capaces de negociar en el momento de la contratación con la sociedad, tal y como ocurre para el resto de los grupos de interés. Concretamente, esto conllevará que los acreedores renuncien a algunas prestaciones a cambio de otras dirigidas a la protección de sus intereses en la eventual insolvencia de la empresa, cuya valoración subjetiva sea para los acreedores equivalente o superior a las prestaciones dejadas. Por ejemplo, los acreedores pueden exigir que, llegada la insolvencia, puedan nombrar a un representante con voz y voto en la junta de accionistas o en el consejo de administración, a cambio de condiciones más beneficiosas para la empresa en los términos de la financiación que éstos le ofrecen.

De todos modos, incluso si existiesen medidas societarias para su protección, estas no serían efectivas hasta que no se eliminase el *Business Judgement Rule*, ya que esta doctrina anula los efectos que pretenden desplegar, al proteger las decisiones de gestión que cumplan el estándar de lealtad y diligencia para con la maximización del valor de la empresa, cosa que beneficia en última instancia a los titulares residuales de dicho valor, sean éstos los socios en condiciones normales o los acreedores cuando aparece la insolvencia. A cambio de no introducir medidas societarias en favor de los acreedores, el sistema legal americano preserva la integridad de su seguridad jurídica, limitando así su riesgo sistémico, y se configuran incentivos hacia la maximización de la riqueza del sistema empresarial en su conjunto, para mayor favorecimiento de todos los grupos de interés esenciales para el funcionamiento de la empresa.

Respecto al modelo español, éste presenta profundas diferencias teleológicas respecto a las doctrinas de las otras dos jurisdicciones, principalmente a causa de su base romanista frente a los fundamentos del *Common Law* que han dado forma a los cuerpos jurídicos en los otros dos países. La naturaleza de estas diferencias escapa al asunto de este trabajo, pero cabe reseñar, que las medidas que se han desarrollado, o que se han dejado de desarrollar, en EE.UU. y en el Reino Unido surgen del debate acerca de la eventual agencia a la que se enfrentan los acreedores, mientras que en España tal debate simplemente no ha ocurrido, siendo que las acciones social e individual de responsabilidad de los administradores tienen por objeto la restitución de los daños patrimoniales sufridos por los titulares residuales del valor de la sociedad. El hecho de

que tal asunto no haya sido tratado como tal no invalida que el fenómeno de la agencia ocurra en las empresas españolas, de hecho, si la exigencia de responsabilidad a los administradores cabe en el sistema legal español es precisamente por su papel de agentes de los intereses de socios y acreedores. Así, el establecimiento de estas acciones introduce, aunque sea indirectamente, incentivos para el alineamiento de los intereses de agentes y principales, aunque posiblemente su idoneidad como incentivo no si bien pueden no ser tan efectivos a estos fines por no ser exactamente lo que pretenden superar. A pesar de esto, puede decirse que la acción social de responsabilidad sí que presenta ciertos atisbos que indudablemente apuntan a la teoría económica aquí discutida, concretamente al habilitarse su ejercicio a los acreedores cuando, durante la insolvencia, devienen titulares residuales del valor empresarial, para la restitución del patrimonio social dañado por las actuaciones de los administradores.

Utilizando los términos propios de los países anglosajones, en España existe una estrategia de estándares cuyo incumplimiento genera la responsabilidad de los administradores, permitiendo ubicar a este país dentro del acercamiento del *enlightened shareholder*, tal y como ocurre en el Reino Unido. Sin embargo, dos características diferencia a ambos países. Los estándares en el Reino Unido pasan principalmente por que la gestión durante la insolvencia sea favorable a los acreedores como medio necesario para el éxito de la empresa. En cambio, en España el elemento clave de los estándares establecidos es la generación de daño patrimonial en los acreedores, imputable a las actuaciones gestoras, con independencia del estrés financiero de la firma. Como ya se ha comentado, el foco en España se pone en evitar los daños patrimoniales en vez de en la reducción de los problemas agenciales. Además, el régimen es consistente sean cuales sean las circunstancias financieras de la empresa. Al no haber giros en el sentido del estándar asociados a desencadenantes imprecisos como los escenarios aledaños a la insolvencia, y al depender el estándar español de un elemento más objetivo como la aparición efectiva de menoscabos económicos, puede argumentarse que existe mayor seguridad jurídica y, en consecuencia, un menor riesgo sistémico en lo que respecta a esta cuestión.

Por último, entre los sistemas español y estadounidense sucede que no presentan elementos en común, cosa que dificulta su comparativa. Sin embargo, puede realizarse un examen paralelo de los efectos desplegados por cada uno para cotejar sus características económicas. De este modo, por carecer de traslaciones en el sentido de los

deberes de gestión, ambos presentan una seguridad jurídica superior al sistema británico. Además, el *Business Judgement Rule* otorga una capa de protección y, por tanto, seguridad adicional a los administradores americanos, a parte de incitar en todo momento la maximización del valor de todo el conjunto empresarial. En cuanto al despliegue de incentivos *ex lege*, los administradores españoles no tienen un aliciente directo, basado en su responsabilidad patrimonial, para actuar en pro de los acreedores, sino a no causarles perjuicios económicos, que de manera indirecta cumple los mismos fines, si bien con tenuidad, escenario en el cual los acreedores se beneficiarían de negociar algo más de protección, mientras que este incentivo no existe propiamente en los EE.UU., por lo que deberán negociarlo completamente. Así pues, la comparativa entre EE.UU. y España muestra que en el país ibérico existe una protección a los acreedores algo superior, que en ambos países los modelos desarrollados preservan de forma similar la seguridad jurídica, limitando así su riesgo sistémico, y que en el país americano el incentivo corre en favor de la maximización del valor del sistema empresarial.

En líneas generales, el modelo más liberal implantado en los EE.UU., en el sentido de que renuncia a la protección de los acreedores por obra y gracia de la intervención legal estatal y prima la autonomía de las partes para contratar, presenta más beneficios que problemas. No solo no se puede decir que los acreedores queden desamparados, ya que pueden recurrir a otras vías legales no corporativas para cubrir sus intereses, sino que sus características hacen que el valor esperado que las empresas pueden generar bajo este modelo sea superior respecto al valor esperado en el resto, por presentar un menor riesgo sistémico, por ahorrarse posibles costes de transacción para compensar la distribución del riesgo de los acreedores entre el resto de grupos de interés y por ubicar sus incentivos en la dirección de la maximización de la riqueza en la empresa. Por último, resulta conveniente tratar las consecuencias de la ausencia de protección legal en la economía. Cuando los actores económicos se ven en la necesidad de negociar medidas de cubrimiento de sus intereses directamente con su contraparte, se incrementa la demanda generalizada de información en el mercado, en aras al aumento del poder de negociación de las partes. Con actores más informados, se disminuye la asimetría informativa y el mercado se acerca un poco más al asintótico escenario de la competencia perfecta, donde la generación de valor social alcanza su óptimo global.

VIII. Conclusión

Los problemas de agencia son intrínsecas a toda relación humana que se base en la confianza mutua entre individuos. En el ámbito de la empresa sucede que los intereses económicos son manifiestos y la naturaleza agencial de las relaciones que convergen en ella se hace notoria. No solamente en el caso de la relación entre socios y administradores, a pesar de ser el ejemplo más evidente de este fenómeno a causa de la separación entre propiedad y gestión y la dispersión de la propiedad. Todo grupo de interés actúa como agente del resto de actores que se encuentran en la empresa en la medida en que cada uno de ellos cumple una función esencial para el funcionamiento correcto de la iniciativa económica y la prosperidad colectiva del sistema. Y todos los grupos de interés deben procurar el cuidado de sus propios intereses respecto a los problemas de agencia que pueden afectar a sus respectivas posiciones, vehiculando las medidas de protección que puedan negociar en los contratos que materializan las relaciones empresariales.

En este sentido, el Derecho societario no es más que el conjunto de normas jurídicas que rigen el contrato de sociedad, en cuanto a la estructura y organización de dicho ente de Derecho. Por esta razón ofrece herramientas propias para mitigar la agencia intrínseca a la relación entre socios y administradores, relación que solo se explica por y para la existencia y el funcionamiento de la sociedad. En cambio, el vínculo entre los acreedores y la empresa no viene esencialmente constituido a raíz de la existencia de la sociedad, sino que consiste en un contrato diferente y perfectamente diferenciado. Esto permite cuestionarse la procedencia de ofrecer herramientas de Derecho societario, de obligado cumplimiento, para la protección de los intereses económicos de los acreedores cuando la empresa entra en quiebra financiera.

Ciertamente, existen argumentos a favor de esta tesis. A medida que la empresa agota sus recursos financieros propios, su funcionamiento pasa a depender en mayor medida del dinero aportado por los acreedores, cuando en circunstancias normales esta posición es ocupada por los socios. Es decir, en estas condiciones los acreedores se convierten en los titulares del valor residual de la empresa, es decir, si se procediese a la liquidación del patrimonio social, la riqueza obtenida daría, en el mejor de los casos, tan solo para cubrir los pasivos de la sociedad, sin dejar remanente alguno para los socios. Así, si el hecho de que los administradores sustentan su gestión empresarial sobre un dinero que, en última instancia, pertenece a los socios motiva que éstos últimos se beneficien de medidas

legales para la protección de sus intereses, parece coherente que, cuando los acreedores devienen los dueños últimos del valor empresarial a causa del estrés financiero, el sentido de dichas medias vire hacia ellos. Sin embargo, esta concepción, sostenida desde las teorías *pro-stakeholder* y del *enlightened shareholder*, yerra al asumir que la agencia que afecta a los acreedores en la eventual insolvencia es consecuencia de la estructura societaria, cuando en realidad su origen se ubica en la misma naturaleza de la relación entre los acreedores y la empresa, como argumenta la teoría de la primacía de la propiedad.

En el campo de la práctica jurídica, las décadas finales del siglo XX vieron como la teoría del *enlightened shareholder* cobraba fuerza en países como Reino Unido o EE.UU., tradicionalmente partidarios de las perspectivas *pro-shareholder*, promoviendo la implantación de incentivos en favor de los acreedores que no resultasen excesivamente disruptivos con el orden natural de intereses en la empresa, basados estándares de gestión cuyo incumplimiento genera la responsabilidad patrimonial de los administradores. Un modelo similar se desarrolló en la tradición jurídica española, si bien su foco no es tanto la mitigación de una eventual agencia, sino la restitución de los daños patrimoniales que la acción de los administradores pueda generar en los acreedores. Eventualmente, los EE.UU. eliminarían este tipo de medidas de su principal cuerpo de Derecho corporativo, el de Delaware, volviendo a sus orígenes *pro-shareholder*, debido a ciertos efectos no deseados desplegados por la estrategia de estándares antes mencionada, particularmente el menoscabo en la seguridad jurídica y el aumento del riesgo sistémico del mercado para todos los grupos de interés en la empresa, y porque la existencia de otras doctrinas en dicha jurisdicción, en concreto el *Business Judgment Rule*, inhabilitan los efectos de dichos estándares y los vuelven fútiles. Adicionalmente, el hecho de que en España se centre la cuestión en la generación de daños efectivos, en vez de en la mitigación de la agencia en un eventual insolvencia, proporciona al sistema puntos de anclaje más firmes para preservar la seguridad jurídica en este ámbito, a la vez que permite ofrecer una tenue protección adicional a los acreedores.

En términos generales, el sistema desarrollado en el estado de Delaware parece ser el más consistente, tanto en por sus fundamentos teóricos de la primacía de la propiedad, como por los efectos prácticos que despliega. La evidencia empírica convierte a las medidas implantadas en Delaware en un ejemplo que merece la pena observar para mejorar las normas societarias en otros países, por ser este estado el lugar de preferencia de las

grandes empresas e inversores americanos para ubicar su sede social en aras a someterse a dicho cuerpo jurídico-corporativo. No obstante, la idoneidad de cualquier fórmula corporativa que se pretenda introducir dependerá, en última instancia, de su encaje con los fundamentos que dan forma al conjunto de normas societarias en cada lugar.

IX. Bibliografía

Bainbridge, S. (2005), «*Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*», University of California Los Angeles School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-26.

Berle, A., Means, G. (1932), «*The Modern Corporation and Private Property*», Transaction Publishers.

Bottomley, S. (2020), «*Contemporary Australian Corporate Law*», Cambridge University Press.

Coase, R. H. (1960), «*The Problem of Social Cost*», Journal of Law and Economics, Vol. 3, págs. 1-44, The University of Chicago Press.

Crail, C., Watts, R., Haskins, J. (2024), «*Why Incorporate In Delaware? Benefits & Considerations*», Forbes. <https://www.forbes.com/advisor/business/incorporating-in-delaware/>

Depken, C., Nguyen, G., Sarkar, S. (2006), «*Agency Costs, Executive Compensation, Bonding and Monitoring: A Stochastic Frontier Approach*», <https://pages.charlotte.edu/wp-content/uploads/sites/866/2014/11/agencycosts.pdf>

Diccionario Panhispánico del Español Jurídico (2023), Real Academia Española

Eisenhardt, K.M. (1989), «*Agency Theory: An Assessment and Review*», The Academy of Management Review, Vol. 14, No. 1, págs. 57–74, doi:10.5465/amr.1989.4279003

Elias, J., Stark, R. (2020), «*Delaware Corporate Law and the “End of History” in Creditor Protection*», Fiduciary Obligations in Business, UC Hastings Research Paper, Forthcoming.

Fama, E., Jensen, M. (1983), «*Agency Problems and Residual Claims*», Journal of Law & Economics, Vol. 26.

Fama, E., Jensen, M. (1983), «*Separation of ownership and control*», Journal of Law & Economics, Vol. 26.

Freeman, E. (1984), «*Strategic Management: A Stakeholder Approach*», Pitman.

Hansmann, H., Kraakman, R. (2000), «*The End of History for Corporate Law*», Yale Law School, Program for Studies in Law, Economics, and Public Policy, Law and Economics Working Paper No. 235.

Hart, O., Holmström, B. (1989), «The theory of contracts», en Bewley, T., «*Advances in Economics and Econometrics*», Cambridge University Press, págs. 71-155.

Jensen, M., «Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers», en Bahndari, J. & Weiss, L. (eds.), «*Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*» (1996), Cambridge University Press.

Jensen, M., Meckling, W. (1976), «*Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*», Journal of Financial Economics, Vol. 3, págs. 305-360.

Jensen, M., Murphy, K. (1990), «*CEO Incentives — It's Not How Much You Pay, But How*», Harvard Business Review, May-June, No. 3, págs. 138-153, Harvard University Press.

Kaplow, L. (1992), «*Rules Versus Standards: An Economic Analysis*», Duke Law Journal, Vol. 42, No. 557.

Keay, A. (2009), «*Directors' Duties*», Jordan Publishing Limited.

Keay, A. (2001), «*The Director's Duty to Take into Account the Interests of Company Creditors: When Is It Triggered*», Melbourne University Law Review, Vol. 25, pg. 322.

Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Prgendler, M., Ringe, W. G., Rock, E. (2004), «*The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*», Tercera Edición, Oxford University Press.

Laplume, A., Sonpar, K., Litz, R. (2008), «*Stakeholder Theory: Reviewing a Theory That Moves Us*», Journal of Management, Vol. 34, No. 6, págs. 1152–1189, doi:10.1177/0149206308324322. S2CID 143857200

McDaniel, M. (1988), «*Bondholders and Stockholders*», Journal of Corporate Law, Vol. 13, págs. 205-ss.

Millon, D. (2010), «*Enlightened Shareholder Value, Social Responsibility, and the Redefinition of Corporate Purpose Without Law*», Washington & Lee Public Legal Studies Research Paper Series, Washington and Lee University School of Law.

Polinsky, A.M. (1985), «*Introducción al análisis económico del derecho*», Ariel Derecho.

Ribstein, L., Alces, K. (2007), «*Directors' Duties in Failing Firms*», Journal of Business & Technology Law, Vol. 1, No. 2.

Sánchez Calero, F., Sánchez-Calero Guilarte, J. (2013), «*Instituciones de derecho mercantil*», Thomson-Reuters Aranzadi.

Werner, J. (2008), en «*The New Palgrave Dictionary of Economics*», Palgrave Macmillan.

Yermack, D. (2004), «*Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors*», Journal of Finance, Vol. 54, pág. 2281.

ANEXO**A. Tabla de jurisprudencia****1. Estados Unidos de América****a. Estado de Michigan**

Dodge v. Ford Motor Co., 204 Mich 459; 170 NW 668 (1919)

b. Estado de Delaware

Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathé Comm. Corp., 1991 WL 277613 (Del C. De. 30, 1991)

N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92, 100 (Del. 2007)

Quadrant Structured Prod. Co. v. Vertin, 102 A.3d 155, (Del. Ch. 2014)

2. Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte

Liquidator of West Mercia Safetywear Ltd v Dodd (1988) 4 BCC 30

BTI 2014 LLC v Sequana SA [2022] UKSC 2

B. Tabla de legislaciones**1. República Federal de Alemania**

Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer vom 4. Mai 1976 (Mitbestimmungsgesetz – MitbestG) – Ley de codeterminación de los trabajadores de 4 de mayo de 1976 (Ley de Codeterminación)

2. Reino de España

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (Ley de Sociedades de Capital – LSC)

Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal (Ley Concursal – LC)

3. Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte

Companies Act 2006 – Ley de Sociedades de 2006

C. Glosario

Este glosario incluye una pequeña nota explicativa de los términos con contenido jurídico o económico difuso utilizados en el trabajo. Las definiciones presentadas contienen el sentido de los términos idóneo para el contenido del texto, basado en sus definiciones oficiales en el Diccionario de la RAE o en el Diccionario Panhispánico del Español Jurídico, así como otros diccionarios especializados en Economía, adaptadas al contenido material de las leyes relevantes y al contexto de la obra.

Accionista: Socio de la propiedad empresarial que posee títulos de participación de una sociedad anónima (ver Socio).

Acreedor: Actor económico con intereses en la empresa que cumple la función de financiar la actividad empresarial, en paralelo a los socios, con títulos de deuda pagaderos tras un período determinado.

Administrador: Persona física dedicada profesionalmente a la gestión y representación de empresas, competente para la toma de decisiones del funcionamiento empresarial y que actúa como agente respecto a los titulares residuales del valor empresarial.

Agencia: Relación entre individuos por la cual uno de ellos, el principal, delega la gestión de un patrimonio de su propiedad en el otro, el agente, debiendo este último administrar los bienes y derechos delegados en el mejor interés del principal.

Bancarrota: Término equivalente a la insolvencia (Ver Insolvencia).

Business Judgement Rule: Doctrina judicial profundamente implantada en las jurisdicciones norteamericanas que protege las actuaciones de los administradores sociales de juicios posteriores en retrospectiva y con mejor información, siempre y cuando cumplan con los estándares de diligencia y lealtad para con los el valor de la empresa.

Compañía: Sociedad mercantil capitalista según su denominación en la tradición británica «*Company*», que da forma jurídica a una iniciativa empresarial (Ver Sociedad)

Corporación: Sociedad mercantil capitalista según su denominación en la tradición americana «*Corporation*», que da forma jurídica a una iniciativa empresarial (Ver Sociedad).

Deber de gestión: Término equivalente al estándar de gestión (Ver Estándar de gestión).

Deber de diligencia: Obligación de desempeñar el cargo de administrador con atención, prudencia y cuidado, de manera informada y con la dedicación adecuada atendiendo a las distintas circunstancias imperantes

Deber de lealtad: Obligación de los administradores sociales que exige que su gestión se efectúe atendiendo únicamente a los intereses de la sociedad.

Derecho corporativo: Término equivalente al Derecho de sociedades (Ver Derecho de Sociedades).

Derecho de sociedades: Rama jurídica dedicada a la organización y estructura de la persona jurídica constituida a raíz del contrato de sociedades celebrado por los socios.

Empresa: Iniciativa económica privada que toma la forma jurídica de una sociedad mercantil capitalista (Ver Sociedad).

Estándar de gestión: Modelo general al que se debe ajustar la gestión de los administradores sociales en su condición de agentes del valor empresarial propiedad de los socios, utilizado *ex post* para dirimir la calidad de las actuaciones de gestión.

Grupos de interés: Actores económicos que se ubican en el entorno interno y externo de la empresa, que desarrollan actividades económicas en su propio interés y cuya concurrencia contractual en la empresa es necesaria para su funcionamiento en aras a la satisfacción de todos ellos.

Insolvencia: Situación financiera y contable de estrés, en que la empresa ha agotado sus recursos propios y sustenta su funcionamiento sobre sus pasivos.

Primacía de la propiedad: Teoría corporativa que concibe los intereses equipara los intereses de la sociedad que deben perseguir los administradores sociales con la maximización de la riqueza de los socios, que ocuparían así una posición eminente en el entorno de la empresa.

Quiebra: Término equivalente a insolvencia (Ver Insolvencia).

Seguridad jurídica: Principio general del derecho que impone que toda persona tenga conocimiento cierto y anticipado sobre las consecuencias jurídicas de sus actos, con influencia sobre el riesgo sistémico al que se enfrentan las iniciativas empresariales.

Shareholder: Término anglófono para designar a los socios de la empresa (Ver Socio).

Sociedad: Sociedad que adopta regularmente a las formas mercantiles puramente capitalistas, principalmente la sociedad anónima y en segundo plano la sociedad de responsabilidad limitada, y que tiene como objeto social el desarrollo de una actividad empresarial.

Socio: Persona, física o jurídica, que financia la actividad de la empresa a través de títulos de participación en el capital social, que les otorgan, entre otros derechos, la propiedad del valor residual de la empresa. Ocupa la posición de principal en su relación con los administradores.

Stakeholder: Término anglófono para denominar a los grupos de interés de la empresa (Ver Grupos de interés).

Teoría del *Enlightened Shareholder*: Teoría corporativa que pone en valor los intereses del conjunto de los actores económicos que convergen en la empresa, reconociendo a los socios como *primus inter pares* en relación con los demás grupos de interés.

Teoría *Pro-Shareholder*: (Ver Primacía de la propiedad).

Teoría *Pro-Stakeholder*: Teoría corporativa que entiende que todos los grupos de interés juegan un papel igualmente esencial en el funcionamiento de la empresa y que los equipara en el orden de prelación de intereses de la sociedad.

Titularidad residual del valor de la empresa: Derecho último sobre el valor neto de la empresa, tras la liquidación de su activo y la amortización de su pasivo.