



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

ADMINISTRADORES Y STAKEHOLDERS

Un nuevo paradigma en la gobernanza corporativa

Autor: *Álvaro Ramos Rodríguez*

Director: Prof. Dr. Miguel Martínez Muñoz

5º E-3 C

Derecho Mercantil

Madrid

Marzo 2025

ABREVIATURAS

ART	Artículo
CBG	Código de Buen Gobierno
CC	Código Civil
CCo	Código de Comercio
CE	Constitución Española
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSDDD o CS3D	Directiva sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad
CSRD	Directiva sobre presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas.
LSC	Ley de Sociedades de Capital
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
TRLC	Texto refundido de la Ley Concursal
TS	Tribunal Supremo
TUE	Tratado de la Unión Europea
UE	Unión Europea

Resumen ejecutivo

El presente trabajo examina la dicotomía entre los intereses de los socios y el resto de los *stakeholders* en las sociedades de capital, con especial atención al concepto jurídico de interés social en el derecho societario español. El interés social, tradicionalmente entendido como la maximización del beneficio para los socios, plantea interrogantes en cuanto a su alcance y naturaleza, especialmente en relación con la tutela de otros intereses relevantes, como los de acreedores, trabajadores, consumidores y cualesquiera otros que se vean concernidos en la toma de decisiones de los administradores en las sociedades de capital.

A través de un análisis del marco normativo establecido en los artículos 225 y 227 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), y de la *business judgment rule* (art. 226 LSC) como herramienta para delimitar la discrecionalidad de los administradores. El trabajo explora cómo estos deben equilibrar los intereses de los socios con los de los *stakeholders* sin desvirtuar la finalidad principal de la sociedad. Asimismo, se estudia el posible cambio de tendencia normativa, al menos en el sistema continental, que puede suponer un cambio de paradigma en detrimento de la hegemonía de la teoría contractualista o *Shareholder Primacy*. En consecuencia, también se abordará la incidencia que ello pudiera tener en los deberes fiduciarios de los administradores de las sociedades de capital y, en consecuencia, en el marco de la protección de la discrecionalidad empresarial que brinda la conocida como *business judgment rule*.

Para ello, este trabajo analizará específicamente la Directiva sobre debida diligencia (UE) 2024/1760 y la Directiva (UE) 2019/1023 en lo concerniente a la responsabilidad de los administradores societarios en los períodos de crisis empresariales a fin de ofrecer una visión integral de este posible cambio de paradigma en la gobernanza corporativa.

Palabras clave: interés social, socios, *stakeholders*, *Business Judgment Rule*, conflictos de intereses, gobernanza corporativa, Directiva sobre debida diligencia (UE) 2024/1760.

Abstract

This paper examines the dichotomy between the interests of shareholders and other stakeholders within corporations, with particular focus on the legal concept of corporate interest (*interés social*) in Spanish company law. Corporate interest, traditionally understood as maximizing shareholder profit, raises questions about its scope and nature, especially concerning the protection of other relevant interests, such as those of creditors, employees, consumers, and any other groups affected by corporate directors' decision-making.

Through an analysis of the regulatory framework set forth in Articles 225 and 227 of the Spanish Companies Act (*Ley de Sociedades de Capital*, LSC), as well as the business judgment rule (Art. 226 LSC) as a tool to delimit directors' discretion, this study explores how directors should balance shareholder interests with those of other stakeholders without compromising the corporation's primary purpose. Additionally, the paper assesses a possible shift in regulatory trends, at least within the continental legal system, that may represent a paradigm change away from the hegemony of contractual theory or shareholder primacy. Consequently, the paper also addresses the potential impact of such a shift on the fiduciary duties of corporate directors and, consequently, on the scope of protection for business discretion provided by the so-called business judgment rule.

To this end, this paper will specifically examine Directive (EU) 2024/1760 on due diligence and Directive (EU) 2019/1023 concerning the liability of corporate directors during periods of business crisis, aiming to provide a comprehensive perspective on this potential paradigm shift in corporate governance.

Keywords: corporate interest, shareholders, stakeholders, Business Judgment Rule, conflicts of interest, corporate governance, EU Directive on Corporate Due Diligence (2024/1760).

ÍNDICE

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.....	7
1. CONTEXTO Y RELEVANCIA DEL TEMA.....	7
CAPÍTULO II. CONCEPTO DE INTERÉS SOCIAL	10
1. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE INTERÉS SOCIAL.....	10
2. EL INTERÉS SOCIAL EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL: DEBATES DOCTRINALES	13
2.1 <i>Shareholder Primacy Model y la teoría contractualista.....</i>	<i>16</i>
2.2 <i>Stakeholder Theory y la teoría institucionalista</i>	<i>22</i>
CAPÍTULO III. CAMBIO DE PARADIGMA: HACIA UNA VISIÓN MÁS INCLUSIVA DEL INTERÉS SOCIAL	27
1. LA DIRECTIVA SOBRE DEBIDA DILIGENCIA (UE) 2024/1760 Y SU IMPACTO EN LA GOBERNANZA CORPORATIVA.....	27
1.1. <i>Marco normativo y fundamentos de la Directiva (UE) 2024/1760: hacia una gobernanza corporativa sostenible</i>	<i>27</i>
1.2. <i>La incidencia de la CSDDD en la función directiva: entre el cumplimiento normativo y la redefinición del interés social</i>	<i>29</i>
1.3. <i>La propuesta inicial de la Comisión y la evolución del deber de diligencia: ¿una transformación latente del gobierno corporativo europeo?</i>	<i>31</i>
2. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES EN PERÍODOS DE CRISIS EMPRESARIALES: LA FASE DE “INSOLVENCIA POSIBLE”.	37

2.1	<i>Introducción al concepto de insolvencia posible</i>	37
2.2	<i>Extensión de los deberes de los administradores durante la crisis empresarial. El “duty shifting”</i>	40
2.3	<i>La aplicación de la business judgment rule en la fase de proximidad a la insolvencia</i> 44	
	CAPÍTULO IV. CONCLUSIONES	48
	BIBLIOGRAFÍA	51
	JURISPRUDENCIA	56

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

1. CONTEXTO Y RELEVANCIA DEL TEMA

El concepto de interés social en las sociedades de capital ha sido objeto de un intenso debate en el ámbito del derecho societario español. Tradicionalmente, este interés se ha asociado predominantemente con la maximización del beneficio para los socios. Sin embargo, el desarrollo del entorno empresarial, marcado por la evolución normativa-destacando especialmente, como se verá *ut infra*, la normativa europea- y un cambio profundo en las expectativas sociales caracterizado por las crecientes exigencias de sostenibilidad y responsabilidad social, ha impulsado un cambio hacia un enfoque que también considere las expectativas de los otros *stakeholders* en la gestión corporativa. Asimismo, la creciente relevancia de aspectos como la sostenibilidad, la transparencia y la responsabilidad social ha generado un cambio de paradigma en la gobernanza corporativa, poniendo de manifiesto la necesidad de redefinir el papel de los administradores y la delimitación de sus deberes de diligencia y lealtad.

En este marco, el papel de los administradores resulta fundamental debido a que a los mismos les corresponde la gestión y representación de la sociedad *ex art. 209 LSC* ya que sobre ellos recae la obligación de actuar conforme a los deberes fiduciarios establecidos en la Ley de Sociedades de Capital. Estos deberes fiduciarios se dividen en dos grandes pilares: el deber de diligencia (*ex art. 225 LSC*) y el deber de lealtad (*ex art. 227 LSC*) que deben, en todo momento, guiar la conducta del administrador¹. El presente estudio se centra en el análisis de ambos deberes fiduciarios de los administradores y su impacto en la gobernanza corporativa.

El artículo 225 de la LSC establece las bases del deber general de diligencia de los administradores, exigiéndoles actuar con la diligencia de un ordenado empresario y un representante leal. Este deber implica que los administradores deben adoptar decisiones informadas y razonables, orientadas hacia la consecución del interés social. Por su parte, el artículo 227 de la LSC establece la obligación de los administradores de desempeñar su cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el “mejor interés de la sociedad”. Sin embargo, ambos deberes fiduciarios gravitan en torno a una pregunta: ¿a quién se deben realmente los administradores?

Si bien la normativa ha estado tradicionalmente orientada hacia la protección de los

¹ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del Deber de Lealtad”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 39, p. 51.

intereses económicos de los socios, las demandas contemporáneas sugieren una ampliación de estos límites para incluir también los intereses de otros *stakeholders*, como empleados, consumidores, acreedores y el entorno social y ambiental en el que opera la sociedad. A lo largo de este estudio se analizará de manera pormenorizada la evolución de la postura del legislador europeo a través de la CSDDD y la Directiva (UE) 2019/1023 que, a nuestro parecer, suponen el inicio de un cambio paradigma capaz de provocar la quiebra de la hegemonía de las tesis que defienden que los administradores societarios se deben guiarse exclusivamente por los intereses puramente económicos de sus accionistas. Este cambio de paradigma plantea cuestiones prácticas complejas, especialmente en situaciones en las que los intereses económicos de los socios entran en conflicto con otros intereses, como los intereses reputacionales, o los intereses de los acreedores en período de insolvencia probable, o con los intereses respecto al medioambiente y los derechos humanos. En este contexto, se estudiará cómo el cumplimiento del deber de diligencia y de lealtad de los administradores podría evaluarse no solo en términos de la maximización del beneficio financiero inmediato, sino también considerando el impacto de sus decisiones sobre la sostenibilidad a largo plazo y la reputación corporativa.

Por su parte, el artículo 226 de la LSC introduce en el ordenamiento jurídico español la *business judgment rule*, una figura originaria del derecho anglosajón que protege la discrecionalidad empresarial de los administradores siempre que sus decisiones se adopten de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información adecuada y dentro de los márgenes razonables de la gestión societaria. Esta protección busca evitar que los administradores sean responsables por resultados desfavorables cuando sus decisiones, aunque equivocadas en retrospectiva, se hayan tomado cumpliendo con los parámetros de diligencia exigidos. En este contexto, la dicotomía entre los intereses de los socios y los de los stakeholders adquiere una relevancia práctica y jurídica significativa.

Por tanto, este trabajo se propone analizar cómo los deberes fiduciarios de los administradores en las sociedades de capital deben interpretarse en este nuevo contexto, centrándose en dos cuestiones clave. En primer lugar, si los administradores deben considerar exclusivamente los intereses económicos de los socios o si su deber incluye también la atención a los intereses de otros grupos implicados en la actividad empresarial. En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, si, en el cumplimiento de los deberes de diligencia y lealtad, los intereses económicos de los socios deben primar sobre los intereses reputacionales de la sociedad o si estos últimos, al repercutir indirectamente en los beneficios económicos, pueden considerarse igualmente prioritarios. Este análisis permitirá profundizar en los límites y posibilidades de los deberes fiduciarios de los

administradores como herramienta para gestionar la transición hacia un modelo de gobernanza corporativa más inclusivo, sostenible y adaptado a las demandas actuales.

CAPÍTULO II. CONCEPTO DE INTERÉS SOCIAL

1. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE INTERÉS SOCIAL

El concepto de interés social es uno de los pilares fundamentales del derecho societario y ha sido objeto de un amplio debate tanto en la doctrina como en la jurisprudencia. Este término, cuyo significado no se define de forma explícita en la LSC, a pesar de ser mencionado hasta en doce ocasiones en la misma, resulta esencial para delimitar la actuación de los administradores y guiar sus decisiones en el marco de sus deberes fiduciarios. La indeterminación jurídica del concepto ha dado lugar a múltiples interpretaciones y debates sobre su alcance y contenido, especialmente en cuanto a la delimitación de los intereses que comprende.

La aproximación al concepto de interés social, a pesar de su indeterminación, no es baladí en tanto que al mismo se refiere el art. 204 LSC cuando establece la impugnabilidad de los acuerdos sociales que lesionen el interés social y el art. 227 LSC cuando impone a los administradores la obligación de desempeñar su cargo en el mejor interés de la sociedad, con independencia de criterio respecto a vinculaciones e instrucciones de terceros (*ex art. 228 d*) LSC). Debido a la problemática inherente que supone la delimitación del concepto de interés social, quizás la aproximación más adecuada sea acudir al punto de partida del Derecho de Sociedades en cuanto a disciplina jurídica, esto es, al concepto de sociedad. La sociedad, en tanto institución jurídica de naturaleza compleja donde convergen múltiples intereses contrapuestos², se configura como la integración del parámetro obligacional, que define la sociedad interna a través del contrato de sociedad como negocio jurídico complejo³, y el parámetro organizacional, que corresponde a la sociedad externa y se formaliza mediante su constitución como persona jurídica⁴.

En este sentido, la disciplina del Derecho de Sociedades encuentra su núcleo esencial en la tutela de las posiciones jurídicas que ocupan los socios como partes integrantes del contrato de sociedad. Este propósito estructural se traduce en un conjunto de normas que, como el artículo 93 LSC, establecen, aunque de manera no exhaustiva, los derechos fundamentales que corresponden a los socios en cuanto a sujetos individualizados dentro de la relación societaria. Sin embargo, el ámbito de protección del Derecho de Sociedades no se agota en los socios, ya que reconoce

² EMBID IRUJO, J. M., “Tipos sociales capitalistas y conflictos de interés”, en HERNANDO CEBRIÁ, L. (Dir.), *Conflictos de intereses en las sociedades de capital: socios y administradores*, Madrid, 2022, p. 32.

³ SANZ BAYÓN, P., “La sociedad capitalista paralizada: sobre la causa legal para su disolución a la luz de los caracteres esenciales del contrato de sociedad”, *Revista Electrónica de Pensamiento, Economía y Sociedad*, núm. 17, 2012, p. 17.

⁴ *Ibid.*, p. 16.

igualmente la relevancia jurídica de los administradores sociales, quienes, en virtud de su posición orgánica, asumen un rol de fiduciarios respecto de los intereses de los socios. Esta concepción fiduciaria, progresivamente consolidada en la doctrina jurídica, atribuye a los administradores la responsabilidad de actuar con diligencia y lealtad, salvaguardando no solo el interés común de los socios, sino también la integridad de las estructuras societarias en su conjunto⁵. En otras palabras, el interés social se erige como un elemento de continua vinculación de la correcta gestión de la sociedad por parte de los administradores⁶.

Sin embargo, la complejidad del entorno empresarial moderno ha evidenciado que este enfoque puede resultar insuficiente. Como se verá *ut infra* cabe la concepción de que la actividad societaria trasciende los intereses exclusivos de los socios al afectar, de manera directa o indirecta, a una pluralidad de sujetos, conocidos como *stakeholders* o *non-shareholders*⁷. A este respecto, y con ánimo de utilizarlo como marco de referencia para el presente estudio, conviene delimitar las distintas concepciones respecto a qué debe entenderse como *stakeholder*. Este término dimana de un memorándum interno del Standford Research Institute en 1963 que lo definió como: “*those groups without whose support the organization would cease to exist*”. Posteriormente, Robert Edward Freeman y David Leroy Reed introdujeron la categorización de *stakeholders* en sentido amplio y de *stakeholders* en sentido estricto⁸.

En lo concerniente a la delimitación que proveen de *stakeholders* en sentido estricto debe entenderse como: “*Any identifiable group or individual on which the organization is dependent for its continued survival*”⁹ definición que consideramos más apropiada como marco de referencia del presente estudio en tanto que supone una delimitación más adecuada de los grupos cuyos intereses, aunque de manera pondera según la concepción doctrinal que se adopte, pueden ser tenidos en cuenta en la toma de decisiones estratégicas por parte de los administradores. Entendemos que sería contraproducente a todas luces adoptar un sentido *amplísimo* del término

⁵ EMBID IRUJO, J.M., & DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social corporativa y el derecho de sociedades de capital: Entre la regulación legislativa y el soft law*, Madrid, 2016, p. 51.

⁶ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. (Coord.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Madrid, 2006, p. 5.

⁷ *Ibid.*, p. 53.

⁸ FREEMAN, R. E., & REED, D. L., “Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance”, *California Management Review*, vol. 25, núm. 3, 1983, p. 91. Estos autores definen stakeholders en sentido amplio como: “*Any identifiable group or individual who can affect the achievement of an organization’s objectives*”. Definición en la que se entienden contenidos todos los grupos de interés, incluidos, entre otros, competidores y grupos de protesta.

⁹ *Id.*

puesto que difícilmente se entendería justificable la más mínima ponderación entre los intereses de la sociedad de capital y los intereses, por ejemplo, de los competidores de la misma.

En este sentido, en las sociedades de capital, donde convergen múltiples intereses que inevitablemente pueden entrar en conflicto, el concepto de interés social se configura como un criterio esencial para proteger, jerarquizar y delimitar estos intereses contrapuestos¹⁰. Este papel del interés social como "término de medida"¹¹, tal como se ha señalado, adquiere especial relevancia en la resolución de conflictos societarios, permitiendo determinar si existe un verdadero conflicto en el seno de la sociedad, ya sea entre socios, administradores, o entre estos y el propio interés social. La consideración del interés social como criterio valorativo en este contexto no solo se manifiesta como un parámetro abstracto, sino como un punto de referencia objetivo que permite evaluar la legitimidad de las posiciones enfrentadas. Al actuar como un criterio de valoración en los conflictos societarios, el interés social trasciende su función meramente descriptiva para convertirse en un instrumento de resolución que orienta las decisiones de los administradores desde la óptica de su deber fiduciario de diligencia.

En relación con lo inmediatamente anterior, debemos recordar que el propio art. 225.1 LSC enlaza el deber general de diligencia de los administradores con la idea del "interés de la empresa". No es objeto del presente análisis estudiar de manera pormenorizada las posibles diferencias entre "el interés social" y el citado "interés de la empresa". No obstante, conviene traer a colación la consideración de que si bien son términos que en mayor o menor medida están interrelacionados, no son idénticos¹². Sin embargo, esta diferenciación puede devenir relevante en tanto que hay defensores de la teoría institucional, que se desarrollará *ut infra*, que consideran que la idea del "interés de la empresa" hace referencia a la convergencia del interés de los socios (propietarios de la sociedad) y del resto *stakeholders*¹³. Probablemente la voluntad original del legislador suponía optar por el modelo institucionalista, si bien el estudio e interpretación de la norma pueda diferir de esa voluntad inicial.¹⁴

En definitiva, la complejidad inherente a la definición del concepto de interés social constituye

¹⁰ SABOGAL BERNAL, L. F., *El deber de lealtad y los conflictos de intereses de los administradores de sociedades*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Derecho, Departamento de Derecho Mercantil, 2017, p. 2.

¹¹ EMBID IRUJO, J. M., "Tipos sociales capitalistas...", *op. cit.*, p. 34.

¹² *Ibid*, p. 37.

¹³ SABOGAL BERNAL, L. F., "El deber de lealtad...", *op. cit.*, p. 2.

¹⁴ RECALDE CASTELLS, A., "Deberes de los administradores en relación con una gestión sostenible y responsabilidad por incumplimiento", en FUENTES NAHARRO, M. y MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.^a T. (Dir.), *Gobierno Corporativo: Digitalización y sostenibilidad*, Madrid, 2024, p. 254.

el punto de partida de la problemática sobre la correcta interpretación de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores en las sociedades de capital, particularmente en lo que respecta a determinar cuándo y en función de qué intereses dicho deber puede considerarse cumplido.

2. EL INTERÉS SOCIAL EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL: DEBATES DOCTRINALES

Debido a la imposibilidad práctica que supone el poder definir un concepto unitario de interés social suponiendo el “verdadero *punctum dolens* del Derecho de Sociedades”¹⁵ que ha sido debatido *ad nauseam*¹⁶, lo más conveniente es exponer las dos grandes posturas doctrinales al respecto. En este sentido, se debe destacar que, a grandes rasgos, la teoría contractualista concibe la sociedad de capital como el resultado de un acuerdo entre socios, de modo que el interés social se identifica con la suma de sus intereses individuales, especialmente en lo relativo a la obtención de beneficios o ventajas comunes. Por el contrario, la teoría institucionalista plantea una visión más amplia del interés social, desvinculándolo de la voluntad exclusiva de los socios para integrarlo en una dimensión colectiva que abarca a todos los integrantes de la empresa — accionistas, administradores, acreedores o trabajadores—, tratándose por tanto de un interés autónomo y propio de la corporación como institución¹⁷.

A este respecto, es interesante traer a colación que la jurisprudencia de nuestro país sobre qué debe entenderse por interés social tras la entrada en vigor del art. 226 LSC fue compendiada por la STS 991/2011, de 17 de enero de 2012¹⁸. La recopilación que hace el Alto Tribunal en esta sentencia muestra la clara tendencia de la jurisprudencia hasta aquel momento a los postulados de la teoría contractualista. A modo de síntesis, en la citada sentencia se recoge la asociación que, de manera reiterada, mantenía la jurisprudencia del interés social como “el interés común de los socios”¹⁹.

¹⁵ EMBID IRUJO, J. M., & DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social...*, *op. cit.*, p. 53.

¹⁶ BUTLER, H. N., & MCCHESENEY, F. S., “Why they give at the office: Shareholder welfare and corporate philanthropy in the contractual theory of the corporation”, en *Cornell Law Review*, 84, 1999, p. 1195.

¹⁷ En este sentido se pronuncia la STS de 19 de febrero de 1991 (RJ 1991\1512) en su FJ 2º cuando explicita que: “*En torno a la idea o concepto del interés social existen dos teorías completamente opuestas: la institucionalista, que considera a la Sociedad Anónima como una «institución-corporación», en la que el interés social que allí se persigue, es distinto del de sus socios, viniendo a coincidir con los intereses de los componentes de la empresa (accionistas, administradores, acreedores, trabajadores, etc.); y la teoría contractualista, consagrada en nuestra legislación, según la cual el interés social no es otro que la suma de los intereses particulares de sus socios, de forma que cualquier daño producido en el interés común del reparto de beneficios, o en cualquier otra ventaja comunitaria, supone una lesión al interés social*”.

¹⁸ Cfr. Sentencia del Tribunal Supremo, núm. 889/2021, de 21 de diciembre de 2021 [versión electrónica - base de datos Aranzadi. Ref. RJ\2021\5513]. Fecha de la última consulta: 11 de febrero de 2025, FJ 4º.

¹⁹ El compendio realizado en el FJ 4º de la STS 991/2011, de 17 de enero de 2012 está conformado por las SSTS de

Empero, conviene añadir que la propia jurisprudencia también cuestiona ese aparente *status quo* quebrando así la hegemonía de la teoría contractualista. En este sentido se pronuncia la STS 873/2011, de 7 de diciembre de 2011, que explicita que no existe una posición uniforme respecto a lo que debe entenderse por “intereses de la sociedad”. Asimismo, esta sentencia añade un matiz que consideramos interesante como es que:

“El artículo 127.bis del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas introducido por la Ley 26/2003, de 17 de julio -hoy 226 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, **parece inclinarse por un concepto institucionalista [...]**” aunque posteriormente añade que: “sin embargo, **la jurisprudencia no deja de tener en consideración criterios contractualistas** -así la sentencia de 12 de julio de 1983 se refiere al interés social como ‘el interés común de los socios’, y la referida sentencia 186/2006, de 7 marzo, con cita de la de 11 de noviembre de 1983, que ‘éstos (los intereses de la sociedad) resulten de la suma de los de todos aquellos’.”²⁰.

De hecho, esta misma sentencia parece equiparar la legitimidad de los acuerdos sociales que persiguen el interés conjunto de los accionistas con aquellos acuerdos sociales que persigan el “interés de la sociedad desde la perspectiva institucional”, tal y como se deduce de la argumentación que brinda en su fundamento jurídico segundo a propósito de la determinación del perjuicio que se le causa a los socios minoritarios la adopción de acuerdos de la mayoría que no persiguen “*el interés del conjunto de los accionistas desde la perspectiva contractual, ni los de la sociedad, desde la perspectiva institucional*”²¹.

Por último, en cuanto a evolución jurisprudencial en la materia, es esencial citar la STS 889/2021, de 21 de diciembre que reconoce un interés de la propia sociedad distinto del interés de los socios. Considero que esto debe interpretarse como un claro indicio de acercamiento por parte de nuestros tribunales a la opción institucionalista. Expresamente nuestro Alto Tribunal argumenta que:

“[...] **al reconocer personalidad jurídica propia a la entidad, distinta de sus socios**, y al dotarla de un objeto social y, consiguientemente, de una finalidad, **pueda hablarse de un interés de la propia sociedad. Este interés social no se identifica con el de los socios**, pero se nutre del interés

12 de julio de 1983, 825/1998 de 18 de septiembre, 193/2000 de 4 de marzo, 1086/2002 de 18 de noviembre, 186/2006 de 7 de marzo, 11 de noviembre de 1983, 400/2007 de 12 de abril, 29 de noviembre de 2002, 20 de febrero de 2003 y 30 de enero de 2001.

²⁰ Cfr. Sentencia del Tribunal Supremo núm. 873/2011, de 7 de diciembre de 2011 [versión electrónica - base de datos Aranzadi. Ref. RJ\2012\3521]. Fecha de la última consulta: 11 de febrero de 2025, FJ 2º.

²¹ *Id.*

de estos últimos, y por eso la jurisprudencia referencia el interés social al interés del conjunto de los socios”.

En lo concerniente a lo inmediatamente anterior, los próximos apartados estarán enfocados a ahondar en cada una de las teorías predominantes, con el objeto de abordar, al menos en lo así necesario, los aspectos fundamentales para el desarrollo del presente trabajo. No obstante, parece que en muchas ocasiones parece ofrecerse una suerte de *tertium genus* entre ambas teorías como la que ofrece el art. 12 CBG al destacar que el Consejo de Administración debe guiarse siguiendo:

“[...] El interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa.

Y que en la búsqueda del interés social, además del respeto de las leyes y reglamentos y de un comportamiento basado en la buena fe, la ética y el respeto a los usos y a las buenas prácticas comúnmente aceptadas, procure conciliar el propio interés social con, según corresponda, los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente.”

Esta postura se alinea con tendencias internacionales similares, como la expresada en el Libro Blanco del Gobierno británico sobre la modernización del derecho societario (*White Paper 'Modernising Company Law'*). que aboga por un marco jurídico que fomente la sostenibilidad a largo plazo de las empresas. Este enfoque reconoce que, aunque las responsabilidades específicas hacia empleados, la sociedad y el medio ambiente suelen estar reguladas en legislaciones sectoriales específicas, como el derecho laboral o medioambiental, es esencial que los administradores consideren estos aspectos en la gestión de las empresas. El *White Paper* destaca que, por primera vez, se incorpora explícitamente el reconocimiento de que una gestión empresarial adecuada debe ir más allá de la generación de valor inmediato para los accionistas, abordando también un espectro más amplio de consideraciones éticas, sociales y de sostenibilidad²². Esta evolución normativa pone de manifiesto la convergencia de las teorías institucionalista y contractualista, al reconocer la necesidad de integrar objetivos económicos con la sostenibilidad y la ética, elementos esenciales para garantizar la continuidad y legitimidad de las sociedades en el entorno actual.

²² HOUSE OF COMMONS TRADE AND INDUSTRY COMMITTEE, *The White Paper on Modernising Company Law: Sixth Report of Session 2002–03*, The Stationery Office Limited, p. 10.

A modo de corolario, recordemos que el presente estudio parte del intento de dar respuesta a dos preguntas respecto a los deberes fiduciarios de los administradores. La primera pregunta, y en el marco del deber de diligencia de los arts. 225 y 226 LSC, ¿en interés de quién debe llevarse a cabo esa gestión que los administradores deben realizar como un ordenado empresario? La segunda pregunta, concerniente al deber de lealtad de un fiel representante contenido en los arts. 227 a 230 LSC, ¿los administradores en las sociedades de capital hacia quién deben obrar con lealtad? La respuesta, *prima facie*, es simple: en interés de la sociedad. No obstante, como veremos la remisión al concepto de interés social es lo que complica *ad infinitum* la cuestión planteada²³.

2.1 Shareholder Primacy Model y la teoría contractualista

El *Shareholder Primacy Model* parte del postulado que la responsabilidad principal de los administradores se corresponde con la obligación que tienen con los accionistas de la sociedad de promover sus intereses económicos y que, en consecuencia, cualquier otra responsabilidad es secundaria²⁴. Bajo esta teoría cualquier otra responsabilidad de los administradores es secundaria, esto es, se deben tener en cuenta los intereses de los *stakeholders* distintos de los accionistas pero en tanto en cuanto éstos también sirven para maximizar el valor de la acción, y en consecuencia, la obtención de beneficios para los accionistas²⁵.

En primer lugar, conviene acudir a la que supone la mayor influencia de la doctrina del *Shareholder Primacy Model* como son las ideas de la conocida como Escuela de Chicago en la década de 1970. Estos pensadores conceptúan las sociedades como entidades privadas que surgen por la libre iniciativa de particulares (que en nuestro ordenamiento jurídico se enmarcaría en el derecho de asociación consagrado en el art. 22 CE) y que, por tanto, nunca deben concebirse como instituciones públicas. Esta última idea es importante puesto que hay autores que consideran que, sobre todo en el marco de las grandes compañías, debido a la innegable trascendencia económica que tienen las sociedades de capital hoy día no deben ser consideradas entidades de derecho privado sino instituciones de derecho público con obligaciones para con la sociedad en su conjunto²⁶.

En este sentido, las ideas de la Escuela de Chicago han dado lugar al origen de una serie

²³ RECALDE CASTELLS, A., “Deberes de los administradores...”, *op. cit.*, p. 250.

²⁴ MILLON, D. K., “Radical shareholder primacy”, *University of St. Thomas Law Journal*, núm. 10(4), 2014, p. 1013.

²⁵ ZAVALA ORTIZ DE LA TORRE, I., “La pugna entre el *shareholder primacy model* y la *stakeholder theory* en la doctrina y práctica anglosajona”, *Deusto Estudios Cooperativos*, núm. 2, 2013, p. 113.

²⁶ BRANSON, D., “The death of contractarianism and the vindication of structure and authority in corporate governance and corporate law”, en MITCHELL, L. (Ed.), *Progressive Corporate Law*, Boulder, Westview Press, 1995, p. 93.

de posiciones que orbitan en torno a este *Shareholder Primacy Model*²⁷, entre ellas, y con especial preeminencia, la teoría contractualista²⁸. Para entender esta postura doctrinal debemos estudiar con detenimiento la obra que la doctrina considera como una de las obras fundamentales del postulado del *Shareholder Primacy Model* o *shareholder value*²⁹ como es el artículo de Milton Friedman “*A Friedman doctrine: The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*” de 1970. En este artículo, el economista estadounidense considera que no cabe hablar de tal cosa como la responsabilidad social corporativa en tanto que no considera que las corporaciones, como ficciones legales, sean personas y, por ende, tengan responsabilidades³⁰. En todo caso, si hay que hablar de responsabilidad, este autor considera que la única responsabilidad existente es la de los administradores para con los accionistas, a quienes considera empleadores de los primeros, y, por consiguiente, que la responsabilidad de los administradores es dirigir el negocio conforme a los intereses de los accionistas lo que generalmente se traduce en maximizar los beneficios de los mismos. La alusión previa a que, desde la óptica del *shareholder value*, esa responsabilidad de los administradores a maximizar el beneficio de los accionistas se corresponde con que generalmente el fin social de las sociedades de capital es ánimo de lucro, pero, tal y como defiende Milton Friedman en este mismo artículo, incluso si dicho fin social no fuese el ánimo de lucro, los administradores se tendrían que ceñir en su gestión a la estricta consecución de los intereses de los accionistas.

En esta misma línea, arguye que los administradores tan sólo deben guiarse por satisfacer los intereses de los accionistas, dueños de la sociedad, en tanto que cualquier recurso que no esté destinado a este propósito está vulnerando la relación de agencia con los dueños de la compañía. En este sentido, los postulados de la *Shareholder Primacy Model* se cristalizan en la reflexión de que si los administradores de la sociedad atienden a cualquier otro interés que no sea el de maximizar los beneficios (intereses, si se prefiere) de los accionistas entonces:

²⁷ En torno al *Shareholder Primacy Model* se encuentran distintas teorías, cuya profundización excede el objeto del presente estudio, si bien todas comparten una visión centrada en la maximización del valor para los accionistas. En primer lugar, la teoría contractualista, que es la teoría que mayor impacto ha tenido en nuestra doctrina, concibe la sociedad como una red de contratos entre partes privadas. Por otro lado, encontramos la teoría de la agencia la cual entiende que los directivos actúan como agentes de los socios, focalizándose en la necesidad de controlar los costes derivados de esa relación. La *Transactions Cost Theory* justifica la existencia de la sociedad como mecanismo para reducir los costes asociados al intercambio en el mercado. Finalmente, la teoría de los derechos de propiedad define la sociedad como un haz de derechos cuyo control se articula en torno a la titularidad de los llamados derechos residuales.

²⁸ ZAVALA ORTIZ DE LA TORRE, I., “La pugna entre el *shareholder primacy model*...”, *op. cit.*, p. 108.

²⁹ *Ibid.* p.113.

³⁰ FRIEDMAN, M., “A Friedman Doctrine—The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”, *The New York Times* [en línea], 13 de septiembre de 1970 [consulta: 07/02/2025]. Disponible en <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>

“The corporate executive would be spending someone else’s money for a general social interest. Insofar as his actions in accord with his ‘social responsibility’ reduce returns to stockholders, he is spending their money. Insofar as his actions raise the price to customers, he is spending the customer’s money. Insofar as his actions lower the wages of some employees, he is spending their money”³¹.

Parte de nuestra doctrina considera que el interés social es sinónimo al interés común a todos los accionistas de maximizar el valor de sus inversiones, yendo más allá al afirmar que la protección de los intereses de los terceros no es la tarea del Derecho de Sociedades sino de otras ramas del Derecho, de los contratos que esos terceros celebran con las compañías y de la regulación económica en general³². Para esta línea de pensamiento cabe pensar que: *“si la sociedad es una agrupación de personas que persiguen un fin común (art. 1665 CC), el fin común lo es sólo de los miembros del grupo, esto es, de los socios [...] Ni los acreedores, ni los clientes, ni trabajadores, ni los administradores ni los terceros comparten el fin común con los socios aunque contribuyan a la producción de los bienes y servicios que la empresa intercambiará en los mercados”*³³. Asimismo, en consonancia con la consideración del interés como el interés común de los socios, autorizada doctrina considera que el interés social no es permanente e inalterable puesto que consideran que: *“el interés social es el que en cada ocasión determina la mayoría de los accionistas mediante la agregación de preferencias individuales”*³⁴.

Llegados a este punto, consideramos interesante traer a colación la dispuesto en el Informe Olivencia que fue elaborado por la “Comisión especial para el Estudio de un Código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades” y publicado el 26 de febrero de 1998. El Informe o Código Olivencia, tributario de su tiempo, muestra una clara predilección por los postulados contractualistas enmarcados en las ideas de la *Shareholder Primacy Theory* o *shareholder value*. A este respecto, el que fuera el primer Código de Buen Gobierno de nuestro país, apuntala que: *“recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que debe presidir la actuación del Consejo, la **maximización del valor de la empresa** o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en medios financieros, **la creación de valor para el accionista**”*³⁵.

³¹ *Id.*

³² ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “El interés social y los deberes de lealtad de los administradores”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, n.º 20, Madrid, 2016, p. 218.

³³ *Ibid.*, p. 216.

³⁴ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La anomalía de la retribución externa de los administradores”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, núm. 1, 2014, pág. 25.

³⁵ COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE

A pesar de esta marcada predilección, conviene precisar el matiz que este informe hace inmediatamente después de posicionarse en los postulados contractualistas. La Comisión Olivencia pone sobre aviso que esa identificación del interés social con la creación de valor para el accionista no significa que éste deba ser el único objetivo de los administradores a cualquier precio, sino que, respecto a los intereses de otros grupos implicados, los administradores deberán tener en cuenta las obligaciones que derivan de normas imperativas, de las obligaciones contractuales (por ejemplo, con los acreedores) y, finalmente, deberán observar aquellos deberes éticos inherentes a su responsabilidad en la gestión de la sociedad. Bajo esta postura, los intereses del resto de *stakeholders*, como proveedores, consumidores o empleados quedarían protegidos por las relaciones contractuales que éstos tienen con la sociedad, así como por otras ramas del derecho como el derecho de obligaciones y contratos, derecho laboral o derecho de consumo, entre otros³⁶. De esta manera, los defensores del *Shareholder Primacy Model* defienden que los intereses de estos otros grupos de interés no deben quedar vinculados por el Derecho de Sociedades y, en consecuencia, que éste último no obligaría a los administradores a tener en cuenta otros intereses a parte del de los accionistas en la toma de sus decisiones³⁷.

Esta postura adoptada en el Informe Olivencia tuvo su posterior traslado al Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas aprobado el 22 de mayo de 2006 por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No obstante, consideramos interesante hacer una sucinta referencia al *Informe Aldama* de 8 de enero de 2003. Este informe, oficialmente conocido como “Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas” bebe directamente de la tradición del preexistente *Informe Olivencia* pero no contiene explícitamente, como sí hacía su antecesor, las previsiones sobre cuál debe ser la función de los administradores y a favor de qué intereses son por los que deben guiar su gestión³⁸.

Continuando con el Código de Buen Gobierno de 2006 mencionado *ut supra*, debemos destacar su marcada influencia por el Informe Olivencia y su claro posicionamiento en favor de la tesis contractualista³⁹, posicionamiento que destaca especialmente en su recomendación 7ª cuando

ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES, *Informe sobre el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*, 1998, p. 19.

³⁶ ALVARADO GUZMÁN, D., & LÓPEZ GÓMEZ, L., *Cortoplacismo societario como una expresión del modelo de primacía de los accionistas y la necesidad de repensar dicho modelo: Estados Unidos y Colombia*, *Díkaion*, 30(2), 2021, p. 468.

³⁷ *Id.*

³⁸ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor...”, *op. cit.*, p. 45.

³⁹ STS núm. 873/2011, de 7 de diciembre de 2011, *op. cit.*, FJ 2º.

afirma que:

“[El Consejo] se guie por el interés de la compañía, **entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa.**

Y que **vele asimismo para que en sus relaciones con los grupos de interés (stakeholders)** la empresa respete las leyes y reglamentos; cumpla de buena fe sus obligaciones y contratos; respete los usos y buenas prácticas de los sectores y territorios donde ejerza su actividad; y observe aquellos principios adicionales de responsabilidad social que hubiera aceptado voluntariamente”⁴⁰.

Intuitivamente, se puede observar cómo el *Shareholder Primacy Model* tiene la ventaja de presentar a los administradores unas directrices claras en tanto que la reducción del interés social a la maximización del beneficio para los accionistas entraña una simplificación en la toma de decisiones de los administradores que no deberán ponderar los beneficios de otros *stakeholders* que entren en conflicto con los intereses de los accionistas. En esta misma línea, esta postura doctrinal también ha sido considerada más pragmática que la antitética *Stakeholder Theory* puesto que, *a priori*, aporta un criterio claro para determinar el éxito en la gestión de la sociedad y, en consecuencia, del cumplimiento de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores en el cumplimiento de ese hipotético interés social como interés común de los socios en maximizar sus beneficios.

No obstante, esta postura, aunque ha venido siendo predominante hasta el momento, no está exenta de críticas. En lo concerniente al argumento de este modelo como claro y pragmático, cabe preguntarse: “¿en qué accionistas tendrá que pensar [el administrador], los actuales, o los que sean en un futuro? Es muy posible, además, que no todos los accionistas tengan los mismos intereses económicos, con lo que será difícil el adoptar medidas en el interés de todos ellos”⁴¹. Por otro lado, una de las principales críticas que se achaca a esta teoría es su clara tendencia al cortoplacismo, lo cual puede producir externalidades negativas y poner en riesgo la estabilidad a largo plazo de la compañía⁴². Esto es, como el éxito o no en la gestión de los administradores se reduce a maximizar el precio de las acciones o participaciones, éstos, muchas veces motivados también por los bonus o *stock options* por alcanzar determinados resultados ligados al valor de las acciones o participaciones, están sesgados a centrarse en el corto plazo en detrimento de otros objetivos que a largo plazo pudiesen generar un mayor beneficio.⁴³ En esta línea se pronuncia Leo

⁴⁰ CNMV, Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, Madrid, 2006, p. 17, Recomendación 7.^a.

⁴¹ ZAVALA ORTIZ DE LA TORRE, I., “La pugna entre el *shareholder primacy model*...”, *op. cit.*, p. 115.

⁴² ALVARADO GUZMÁN, D., y LÓPEZ GÓMEZ, L., *Cortoplacismo societario...*, *op. cit.*, p. 466.

⁴³ MILLON, D. K., “Why is corporate management obsessed with quarterly earnings and what should be done about

E. Strine, Jr., antiguo presidente de la Corte Suprema de Delaware entre 2014 y 2019, cuando indica que: “[...] *we must recognize that directors are increasingly vulnerable to pressure from activist investors and shareholder groups with short-term objectives, and that this pressure may logically lead to strategies that sacrifice longterm performance for short-term shareholder wealth*”⁴⁴. En este sentido, los administradores que operan bajo este modelo pueden verse obligados a justificar decisiones que, aunque rentables en el corto plazo, dañan la credibilidad de la empresa y su capacidad de adaptación a un entorno normativo en constante evolución.

En consonancia con lo anterior, cabe destacar la crítica que se hace al *Shareholder Primacy Model* respecto a los posibles daños que puede causar a la sociedad que los administradores solo se guíen por la maximización del beneficio puramente económico de los accionistas⁴⁵, dejando de lado otros aspectos fundamentales para la sostenibilidad empresarial, como el impacto reputacional y la confianza del resto de stakeholders. En este contexto, las decisiones que priorizan el rendimiento financiero inmediato pueden llevar a prácticas que, aunque legales, resulten socialmente cuestionables, como la reducción drástica de costos mediante despidos masivos, la degradación de condiciones laborales o la adopción de estrategias comerciales agresivas que deterioren la confianza del consumidor y la reputación de la sociedad.

Además, los postulados contractualistas sitúan a los administradores en una situación de riesgo legal y ético, ya que su obligación de velar por los intereses exclusivos de los accionistas puede entrar en conflicto con las exigencias regulatorias y las expectativas sociales crecientes en materia de sostenibilidad, buen gobierno y responsabilidad corporativa. Teniendo en cuenta que: “[...] *in an economy where 70% to 80% of market value comes from hard-to-assess intangible assets such as brand equity, intellectual capital, and goodwill, organizations are especially vulnerable to anything that damages their reputations*”⁴⁶. Esto último debe entenderse a colación de los daños financieros que pueden causar a la sociedad los daños reputacionales debidos a una mala percepción del resto de *stakeholders*⁴⁷, de manera que una compañía querrá eludir comportamientos que socialmente sean reprochables que erosionen la reputación de la sociedad y

it?””, *Georgetown Washington Law Review*, núm. 70(4), 2002, p. 892.

⁴⁴ STRINE, L. E. Jr., *The dangers of denial: The need for a clear-eyed understanding of the power and accountability structure established by the Delaware General Corporation Law (Research Paper No. 15-08)*, University of Pennsylvania Law School - Institute for Law and Economics, 2015, p. 38.

⁴⁵ EMBID IRUJO, J. M., & DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social...*, *op. cit.*, p. 103.

⁴⁶ ECCLES, R.G., NEWQUIST, S.C. y SCHATZ, R., “Reputation and Its Risks” [en línea], *Harvard Business Review*, febrero de 2007, [consulta: 20 de febrero de 2025]. Disponible en: <https://hbr.org/2007/02/reputation-and-its-risks>.

⁴⁷ GATZERT, N., *The Impact of Corporate Reputation and Reputation Damaging Events on Financial Performance: Empirical Evidence from the Literature*, Friedrich-Alexander University Erlangen-Nürnberg, Working Paper, 2015, p. 7.

afecten negativamente, por ejemplo, en el caso de las sociedades cotizadas a la capitalización bursátil⁴⁸.

A este respecto, entre las objeciones que pueden formularse al modelo de primacía accionarial, destaca con particular intensidad la tendencia al cortoplacismo que dicho paradigma puede inducir en la toma de decisiones corporativas⁴⁹. En efecto, una gestión enfocada exclusivamente en la maximización inmediata del valor para el accionista puede dar lugar a prácticas empresariales que, si bien rentables en el corto plazo, generan externalidades negativas significativas, comprometiendo así la sostenibilidad económica, legal y reputacional de la sociedad. A modo ilustrativo, cabe referirse al conocido caso de Volkswagen, en el que la instalación deliberada de un software diseñado para falsear los niveles de emisiones contaminantes permitió inicialmente incrementar los ingresos de la compañía, en beneficio directo de sus accionistas. Sin embargo, esta actuación derivó en severas consecuencias regulatorias y reputacionales que terminaron por afectar de manera sustancial el valor de la empresa y, en última instancia, el interés económico de los propios socios⁵⁰. En definitiva, consideramos que si los administradores se guiasen por interpretación estricta del *Shareholder Primacy Model* corren el riesgo de actuar en contra del interés a largo plazo de la empresa, comprometiendo su reputación y su viabilidad futura.

2.2 Stakeholder Theory y la teoría institucionalista

La *Stakeholder Theory*, en la que se inserta la teoría institucionalista -también denominada pluralista- del interés social, se fundamenta en la idea de que la sociedad mercantil no se limita a la mera suma de los intereses individuales de sus socios, sino que constituye una entidad con personalidad jurídica propia, cuya existencia y función adquieren relevancia dentro del entramado económico y social como un sujeto autónomo de interés. Bajo este prisma, los administradores deben velar por el mejor interés de la sociedad pudiendo ser éste en algunos casos a los intereses exclusivos de los accionistas. Respecto a lo anterior, es muy interesante el inciso que introduce algunos autores cuando argumentan que:

“Si la personalidad jurídica de una sociedad de estructura corporativa implica que se reconoce el derecho de los grupos de personas naturales a actuar en el tráfico como un centro unificado de imputación (un patrimonio separado) y que **ese centro unificado se independiza de las personas**

⁴⁸ EMBID IRUJO, J. M., & DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social...*, op. cit., p. 162.

⁴⁹ ALVARADO GUZMÁN, D., & LÓPEZ GÓMEZ, L., “*Cortoplacismo societario...*”, op. cit., p. 481.

⁵⁰ *Id.*

físicas (de su patrimonio personal) que, en cada momento, formen parte de la organización, es imprescindible que el Derecho permita al centro unificado actuar en el tráfico en su propio nombre, esto es, que atribuya a la persona jurídica capacidad de obrar, lo que conduce a preferir la teoría orgánica sobre la teoría que concibe a los administradores como mandatarios”⁵¹.

En lo que concierne a lo anterior, en nuestro Derecho de Sociedades, los administradores de una sociedad de capital actúan en representación de la propia sociedad (*ex art. 233 LSC*), no de los accionistas individualmente considerados. Su responsabilidad principal es gestionar y representar a la entidad jurídica en su conjunto. Esto implica que los administradores no son empleados de los accionistas, sino que tienen un deber fiduciario hacia la sociedad en sí misma⁵², como muestran de manera sucinta el art. 225.1 LSC cuando indica que en el marco del deber fiduciario de diligencia los administradores deberán “*subordinar, en todo caso, su interés particular al interés de la empresa*” y el art. 227.1 LSC cuando indica que debe actuar como un fiel representante- entiéndase, por cierto, de la sociedad en conexión con el anteriormente citado art. 233 LSC- obrando “*de buena fe y en el mejor interés de la sociedad*”.

En este sentido, los defensores de la teoría institucionalista consideran que el interés social responde a “*un valor superior al de los aportantes de capital y supone la consecución de la mayor eficiencia productiva de la empresa sacrificando los intereses particulares de los socios*”⁵³. A diferencia de la concepción del *Shareholder Primacy Model*, que vincula el interés social exclusivamente con la maximización del beneficio de los socios, la perspectiva institucionalista propone que la sociedad actúe en beneficio de una pluralidad de agentes, incluyendo trabajadores, acreedores, clientes y, en algunos casos, el interés público en sentido amplio. De esta manera, los defensores de la tesis institucionalista consideran que ésta trata de trascender el estrecho marco económica de saliendo de esta manera del estrecho marco económico al que reduce la teoría del *Shareholder Primacy Model* interés social, la orientación institucionalista intenta salir del estrecho

⁵¹ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La representación de la sociedad por los administradores”, *Almacén de Derecho*, 2018 (extraído de <https://almacenederecho.org/la-representacion-de-la-sociedad-por-los-administradores>; última consulta: 23/02/2025).

⁵² En esta línea ya se pronunció DODD, E. Merrick, “For Whom Are Corporate Managers Trustees?”, *Harvard Law Review*, vol. 45, núm. 7, mayo de 1932, p. 1160, cuando indica que: “[...] *we are not bound to treat the corporation as a mere aggregate of stockholders. The traditional view of our law is that a corporation is a distinct legal entity.*”, acorde con la consideración de Owen D. Young sobre que: “*If there is one thing a lawyer is taught it is knowledge of trusteeship and the sacredness of that position. Very soon he saw rising a notion that managers were no longer attorneys for stockholders; they were becoming trustees of an institution.*”, *Ibid.*, p. 1154.

⁵³ SANZ BAYÓN, P., “El concepto de interés social en el derecho societario español: Las teorías contractualistas e institucionalistas a debate”, en LÁZARO GONZÁLEZ, I.E. y SERRANO MOLINA, A. (Eds.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Don José María Castán Vázquez*, Madrid, 2019, p. 500.

marco económico al que lo reduce la teoría contractualista⁵⁴.

La doctrina considera que el padre el *Stakeholder Model* tal y como la entendemos a día de hoy es Robert Edward Freeman⁵⁵ quien marcó un punto de inflexión en 1984 con su obra *Strategic management: A stakeholder approach* al considerar que el cambio de tendencia en el paradigma del gobierno corporativo supone que para que las sociedades sean realmente exitosas los administradores deben tener en cuenta los intereses de los *stakeholders*⁵⁶. Este cambio de paradigma que dio origen a una mayor consolidación de la *Stakeholder Theory*, que a mi entender supone un antecedente claro con el posible cambio de paradigma que se argumenta en el presente trabajo, se origina en torno a los años 80 y 90 tras una crisis del *shareholder value* por el desprestigio que sufrió tras continuos escándalos de grandes corporaciones⁵⁷.

Desde esta teoría, resulta incuestionable que, junto a los accionistas que aportan capital, existen otros grupos de interés cuya contribución resulta esencial para el funcionamiento y éxito de la compañía. Así, trabajadores, acreedores y proveedores, entre otros, participan en la vida societaria a través de diversas formas de inversión no financiera: los primeros mediante su esfuerzo laboral, los segundos asumiendo riesgos crediticios, y los terceros mediante la entrega de bienes o servicios cuya propiedad conservan hasta que se produce el pago correspondiente. Si dichos agentes no son debidamente considerados en la toma de decisiones corporativas, es razonable prever que terminarán desvinculándose de la entidad, buscando otras alternativas en las que su participación y aportaciones sean reconocidas y protegidas⁵⁸.

Conforme a los postulados de la *Stakeholder Theory* giran en torno a la idea de que la finalidad económica y social de la empresa no puede limitarse exclusivamente a la generación de beneficios financieros para los accionistas. Por el contrario, esta concepción sostiene que las sociedades de capital deben procurar la creación y distribución equitativa de valor entre todos los grupos de interés relevantes. En este marco, el valor generado no se circunscribe únicamente al incremento del precio de las acciones o al reparto de dividendos, sino que incorpora una noción más amplia e inclusiva de riqueza compartida⁵⁹. Esta última cuestión no es baladí puesto que muestra cómo en esta teoría no hay una primacía de intereses de unos *stakeholders*- como los

⁵⁴ EMBID IRUJO, J. M., & DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social...*, *op. cit.*, p. 52.

⁵⁵ ZAVALA ORTIZ DE LA TORRE, I., “La pugna entre el *shareholder primacy model*...”, *op. cit.*, p. 116.

⁵⁶ FREEMAN, R. E., & REED, D. L., “Stockholders and stakeholders...”, *op. cit.*, p. 52.

⁵⁷ SANZ BAYÓN, P., “El concepto de interés social...”, *op. cit.*, p. 499.

⁵⁸ ZAVALA ORTIZ DE LA TORRE, I., “La pugna entre el *shareholder primacy model*...”, *op. cit.*, p. 117.

⁵⁹ CLARKSON, M. B. E., “A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance”, *The Academy of Management Review*, núm. 20(1), 1995, p. 112.

accionistas⁶⁰- sobre los intereses de los otros grupos de interés. Esta idea se encuentra diseminada, por ejemplo, en el Código de Buen Gobierno alemán de 28 de abril de 2022 en el que ya desde su principio se defiende la idea de que en una economía social de mercado- perfectamente extrapolable al caso español- es tarea de los administradores tener en cuenta los intereses de los accionistas, de los trabajadores de la sociedad y de todos los grupos de interés relacionados con la misma para asegurar la existencia y la sostenibilidad de la empresa⁶¹. A este respecto también es interesante destacar la recomendación A.1 del Código Alemán de Gobierno Corporativo anteriormente citado que establece que el Consejo de Administración deberá identificar y tener en cuenta sistemáticamente los riesgos y oportunidades asociados con los factores ambientales y sociales, así como los impactos sociales y ecológicos de las actividades empresariales⁶².

La *Business Roundtable*, una asociación de directores ejecutivos de las principales empresas estadounidenses publicó en 2019 una nueva declaración sobre el propósito de la corporación, en la que 181 CEOs se comprometieron a gestionar sus empresas en beneficio de todos los *stakeholders*—clientes, empleados, proveedores, comunidades y accionistas—en lugar de centrarse exclusivamente en la maximización del valor para los accionistas. Este cambio de postura marca una ruptura con la doctrina de la *shareholder primacy* que la propia organización había respaldado desde 1997 y refleja una tendencia hacia modelos de gobernanza más inclusivos y socialmente responsables. Este giro es especialmente relevante en el contexto de este trabajo fin de grado, ya que evidencia una evolución en la concepción de la función empresarial, alineándose con la teoría *stakeholder* y con las críticas al enfoque tradicional de primacía del accionista⁶³.

Respecto a las críticas que recibe esta teoría, conviene recordar, *a contrario sensu*, lo ya explicitado *ut supra* en el Informe Olivencia. Intuitivamente se puede observar cómo esta teoría da unas directrices más abstractas respecto a los intereses que deben perseguir los administradores de las sociedades de capital. Retomando la crítica que se hace al *Shareholder Primacy Model* sobre la dificultad que entraña conciliar los intereses de los distintos accionistas, considero fácilmente argumentable *a fortiori* que dicha dificultad aumenta exponencialmente al intentar los intereses, en muchas ocasiones opuestos, de todos los *stakeholders*. Esta crítica entronca directamente con el riesgo de que, si los administradores pueden justificar todas sus decisiones como una respuesta

⁶⁰ ALVARADO GUZMÁN, D., y LÓPEZ GÓMEZ, L., *Cortoplacismo societario...*, *op. cit.*, p. 469.

⁶¹ REGIERUNGSKOMMISSION DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX, *Código Alemán de Gobierno Corporativo* (modificado el 28 de abril de 2022), p. 2.

⁶² *Ibid.*, p. 4.

⁶³ BUSINESS ROUNDTABLE, *Statement on the Purpose of a Corporation*, 2019. Extraído de <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

a las diversas demandas de los distintos grupos de interés, en la práctica esto podría traducirse en una responsabilidad difusa e intangible. En consecuencia, los administradores podrían eludir con facilidad sus deberes de diligencia y lealtad, alegando que actuaron en favor de los intereses de un grupo de interés específico⁶⁴.

⁶⁴ ZAVALA ORTIZ DE LA TORRE, I., “La pugna entre el *shareholder primacy model*...”, *op. cit.*, p. 120.

CAPÍTULO III. CAMBIO DE PARADIGMA: HACIA UNA VISIÓN MÁS INCLUSIVA DEL INTERÉS SOCIAL

1. LA DIRECTIVA SOBRE DEBIDA DILIGENCIA (UE) 2024/1760 Y SU IMPACTO EN LA GOBERNANZA CORPORATIVA

1.1. Marco normativo y fundamentos de la Directiva (UE) 2024/1760: hacia una gobernanza corporativa sostenible

La Directiva CSDDD sobre Diligencia Debida de las empresas en materia de sostenibilidad establece, tal y como dispone el art. 1 a) de la propia Directiva, obligaciones que atañen a las empresas respecto a los impactos negativos, tanto actuales como potenciales, sobre los derechos humanos y el medio ambiente derivados de sus propias actividades, las de sus filiales y las llevadas a cabo por sus socios comerciales dentro de sus cadenas de valor. De lo anterior se derivan, por un lado, la responsabilidad de las empresas por el incumplimiento de dichas obligaciones y, por otro, la necesidad de implementar un plan de transición orientado a la mitigación del cambio climático⁶⁵.

En su Considerando 12, la Directiva recuerda que según la Comunicación de la Comisión de 24 de febrero de 2021 que tiene por título *Forjar una Europa resiliente al cambio climático* las nuevas decisiones de inversión y políticas deben considerar el clima y ser sostenibles a futuro, incluso- o más bien especialmente como se muestra en el ámbito de aplicación de la Directiva- para grandes empresas con cadenas de valor. Este Considerando establece que esta Directiva debe alinearse con dicha estrategia, así como con la Directiva (UE) 2024/1619, que establece requisitos de gobernanza para bancos, incluyendo la consideración de riesgos ESG o ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) a nivel del consejo de administración.

En relación con lo anteriormente expuesto, resulta interesante realizar un breve análisis de la norma anteriormente citada. La Directiva (UE) 2024/1619 del Parlamento Europeo y del Consejo introduce modificaciones en la Directiva 2013/36/UE, reforzando el marco regulador en materia de supervisión, sanciones y riesgos asociados a factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG). Entre sus disposiciones, la norma impone requisitos específicos para la gobernanza de las entidades bancarias, exigiendo que sus consejos de administración

⁶⁵ Directiva (UE) 2024/1760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2024, sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifican la Directiva (UE) 2019/1937 y el Reglamento (UE) 2023/2859 (DOUE 5 de julio de 2024).

incorporen el conocimiento y la gestión de estos riesgos dentro de su toma de decisiones.

En este contexto, el artículo 76 de dicha Directiva establece que los Estados miembros deben garantizar que los órganos de dirección de las entidades financieras no solo aprueben, sino que revisen periódicamente, al menos cada dos años, las estrategias y políticas relacionadas con la asunción, gestión y reducción de riesgos. En particular, se destaca la obligación de evaluar los riesgos derivados de la coyuntura macroeconómica y, de manera más específica, aquellos generados por los efectos actuales y proyectados a corto, medio y largo plazo de los factores ambientales, sociales y de gobernanza⁶⁶.

A nuestro juicio, la Directiva (UE) 2024/1619, aunque de momento limitada al sector bancario, es un claro indicio de que el modelo de primacía del accionista está perdiendo su hegemonía dentro del derecho societario europeo. Si bien no deroga ni transforma por completo el paradigma contractualista, introduce un marco de diligencia debida que obliga a los administradores a considerar de manera más estructurada los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG). Lo relevante aquí no es solo el contenido normativo en sí, sino el cambio de enfoque: los intereses de los stakeholders ya no son un mero apunte ético o voluntario, sino un factor que puede determinar la correcta gestión de la empresa y, por ende, la responsabilidad de sus administradores. En este sentido, creemos que es inevitable preguntarse ¿cuál es la intención del legislador europeo cuando afirma que la Directiva sobre Diligencia Debida debe ser coherente con la Directiva anteriormente analizada?

Esta exigencia es muy similar a la contenida en el art. 32.5 de la Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética. En dicho artículo se establece la obligación para las entidades cuyos valores cotizan en mercados regulados, así como para las entidades de crédito, aseguradoras y aquellas sociedades de especial relevancia por su dimensión, de implementar una estructura de gobernanza corporativa que permita la identificación, evaluación y gestión de los riesgos y oportunidades asociados al cambio climático⁶⁷. A propósito de la citada Ley de Cambio Climático, cabe destacar que refuerza las exigencias de información no financiera, conforme a lo dispuesto en los artículos 49.5 CCo y 262.5 LSC, exigiendo la inclusión, dentro del informe de gestión, de un informe anual en el que se evalúe el impacto financiero derivado de los riesgos asociados al cambio climático. Dicho análisis

⁶⁶ Directiva (UE) 2024/1619 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo referente a las facultades de supervisión, las sanciones, las sucursales de terceros países y los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza.

⁶⁷ Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética (BOE de 21 de mayo).

deberá contemplar tanto la exposición de la actividad empresarial a estos riesgos como los desafíos vinculados a la transición hacia una economía sostenible, detallando asimismo las medidas adoptadas para mitigar sus efectos financieros⁶⁸. Esto último está íntimamente relacionado con el deber de presentar el Estado de Información no Financiera que se impone a determinadas sociedades *ex arts. 262.5 LSC y 49.5 CCo*. Exigencia que, por cierto, se reforzó y amplió con la Directiva (UE) 2022/2464 (CSRD) lo que refleja una evolución en el derecho societario hacia un modelo de gobernanza más sostenible, donde la responsabilidad de los administradores incluye la integración de estos factores en la estrategia empresarial. En el presente estudio dicha exigencia cobra especial relevancia al exigir que el Estado de Información no Financiera contenga información sobre cuestiones medioambientales, sociales, derechos humanos y gobernanza corporativa (art. 49.6 CCo), de cuya veracidad responderán todos los administradores de la sociedad obligada a formularlo *ex art. 44.6 CCo*.

1.2.La incidencia de la CSDDD en la función directiva: entre el cumplimiento normativo y la redefinición del interés social

Examinados diversos antecedentes normativos en materia de sostenibilidad con incidencia directa en el Derecho de Sociedades, los cuales, en nuestra opinión, no hacen sino consolidar y evidenciar el inicio de un cambio de paradigma normativa en lo que a gobernanza corporativa se refiere, resulta imprescindible proceder a un análisis exhaustivo de la Directiva sobre Diligencia Debida.

En primer lugar, resulta pertinente señalar que la Directiva impone a los sujetos directamente obligados, entendiendo por tales a las empresas comprendidas en el art. 2 CSDDD, que empleen los contratos con los integrantes de su cadena de suministro como mecanismo para garantizar el cumplimiento de los objetivos establecidos por la normativa de la Unión. Esto último supone una inexplicable conversión del Derecho Contractual en Derecho Público lo que, indefectiblemente, tiene una incidencia directa en el Derecho de Sociedades. En otras palabras, si el contrato debe servir como instrumento de protección y garantía de los valores de la Unión, los intereses particulares tanto del sujeto directamente obligado como de su contraparte (el socio comercial) se verán condicionados o restringidos. En consecuencia, de forma inmediata, también se verá afectado y posiblemente alterado el propósito común que

⁶⁸ PERALES VISCASILLAS, P., “Impacto de la lucha contra el cambio climático en el gobierno corporativo”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, núm. 5, 2023, p. 29.

generalmente guía a los socios de cada entidad firmante: la obtención de lucro⁶⁹. En línea con lo anterior, el margen de actuación de los administradores de las sociedades, es decir, su función como gestores, quedará limitado. Con independencia de la concepción que se adopte respecto al interés social, el órgano de administración está obligado a garantizar el cumplimiento de la normativa vigente, con independencia de que ello genere o no un beneficio para los socios, es decir, al margen de si se maximiza o no el valor de la empresa⁷⁰.

Por otro lado, resulta de gran importancia analizar de manera exhaustiva la propuesta de la Comisión Europea de 23 de febrero de 2022, antesala de la CSDDD. Su estudio es particularmente relevante, ya que, pese a las modificaciones introducidas en el articulado final de la Directiva, deja patente, de manera muy clara y contundente, cuál es la voluntad del legislador europeo, tanto en esta normativa como en la futura elaboración de normas que tengan incidencia en el Derecho de Sociedades. La propuesta de la Comisión suponía un cambio sin precedentes, al pronunciarse y decantarse expresamente por la quiebra total de la hegemonía de los postulados contractualistas. En su art. 25.1, relativo al deber de diligencia de los administradores, dispone que:

“Los Estados miembros velarán por que, al cumplir su deber de actuar en el mejor interés de la empresa, **los administradores** de las empresas a las que se refiere el artículo 2, apartado 1, **tengan en cuenta las consecuencias de sus decisiones en materia de sostenibilidad, incluidas, cuando proceda, las consecuencias para los derechos humanos, el cambio climático y el medio ambiente a corto, medio y largo plazo**”⁷¹.

Inmediatamente después, la propuesta establece que los Estados miembros deberán modificar su normativa en consecuencia de modo que se tipifique el incumplimiento de los administradores cuando estos no consideren las implicaciones de sus decisiones en materia de sostenibilidad (*ex* art. 25.2 de la Propuesta de la Comisión). No en vano, la concepción de Diligencia debida en la formulación de la propuesta de una Directiva no sectorial se vinculó al concepto de “gobierno corporativo sostenible”⁷². Todo ello supone, a nuestro juicio, un

⁶⁹ PORTELLANO DÍEZ, P., “Nessun Dorma: el verdadero ámbito de aplicación personal de la Directiva sobre diligencia debida y sus pilares”, en CASTELLANO, M. J., y CAMPUZANO LAGUILLO, A. B. (Coords.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ángel Rojo*, Vol. 2, Tomo 2, Madrid, 2024, p. 1209.

⁷⁰ *Id.*

⁷¹ COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937*, COM(2022) 71 final, 23 de febrero de 2022.

⁷² GUAMÁN HERNÁNDEZ, A., “El borrador de Directiva sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad: Un análisis a la luz de las normas estatales y de la propuesta del Parlamento Europeo”, *Trabajo y Derecho*, núm. 88, 2022, p. 1.

inequívoco pronunciamiento del legislador europeo de la inclusión, dentro del deber fiduciario de diligencia de los administradores, de la obligación de tomar sus decisiones en consideración a intereses distintos al ya estudiado *interés común de los socios*. Así queda de manifiesto en el Considerando 63 de la propuesta cuando afirma que debido a que en la legislación nacional de todos los Estados miembros se reconoce el deber de diligencia de los administradores frente a la empresa, la Directiva deberá garantizar que:

“[...] los administradores tengan sistemáticamente en cuenta las cuestiones de sostenibilidad en sus decisiones, la presente Directiva debe aclarar, de manera armonizada, el deber general de diligencia de los administradores de actuar en el mejor interés de la empresa, estableciendo que los administradores tengan en cuenta las cuestiones de sostenibilidad [...], los derechos humanos, el cambio climático y las consecuencias medioambientales, a corto, medio y largo plazo.”⁷³

Merece la pena mencionar el último inciso de este Considerando cuando afirma que: “*Esta aclaración no requiere modificar las estructuras empresariales nacionales existentes*” cuando, a nuestro parecer, supone una ruptura de facto con el aséptico posicionamiento de nuestro ordenamiento respecto a la pugna entre el *Shareholder Primacy Model* y la *Stakeholder Theory*, en la medida en que implicaría una reformulación del concepto de interés social, orientada a incorporar de forma explícita los criterios ESG dentro de su delimitación sustantiva⁷⁴.

1.3.La propuesta inicial de la Comisión y la evolución del deber de diligencia: ¿una transformación latente del gobierno corporativo europeo?

Siguiendo con la lógica institucionalista que subyace en la propuesta analizada, el artículo 15.3 establece la obligatoriedad para las empresas de condicionar la fijación de la remuneración variable de los administradores a su contribución efectiva a la estrategia empresarial y a la sostenibilidad a largo plazo de la compañía. Considero que este artículo debe ser entendido como una traslación del Considerando 51 de la propuesta, el cual refuerza esta idea al subrayar la necesidad de garantizar que el plan de reducción de emisiones se aplique de forma adecuada e integrada en los incentivos financieros de los administradores. En este sentido, dicho plan debe ser tenido debidamente en cuenta en la determinación de la remuneración variable cuando

⁷³ COMISIÓN EUROPEA, "Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida...", *op. cit.*, p. 49-50.

⁷⁴ ALONSO LEDESMA, C., “La propuesta de Directiva sobre Diligencia Debida de las empresas en materia de sostenibilidad”, en PEÑAS MOYANO, M.^a J. (Coord.), *Estudios de Derecho de Sociedades y de Derecho Concursal. Libro en homenaje al profesor Jesús Quijano González*, Valladolid, 2023, p. 68.

esta se vincule a la estrategia comercial de la empresa, así como a la consecución de sus intereses de sostenibilidad a largo plazo.

Para poder entender la adopción de esta nueva postura por parte del legislador europeo, se debe acudir a cuál es la justificación de la misma. En el contexto de la propuesta se alude a la legislación nacional vigente o futura de algunos Estados miembro de diligencia debida en materia de derechos humanos y medio ambiente. En específico, se hace referencia a que Francia- a través de su *Loi relative au devoir de vigilance* de 2017⁷⁵- y Alemania- mediante su *Sorgfaltspflichtengesetz* de 2021⁷⁶- han introducido una ley horizontal de diligencia debida. Asimismo indica que otros países miembros como Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Italia, los Países Bajos y Luxemburgo, tenían previsto hacerlo en un futuro próximo⁷⁷. Todo ello debe entenderse a la luz de contexto generado por los *Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations 'Protect, Respect and Remedy' Framework* de 2011 que inspiraron tanto la propuesta de la Comisión como la normativa nacional de los Estados miembro en materia de diligencia debida⁷⁸. En esta línea, la propuesta afirma que la razón de ser de esta Directiva radica en el creciente número de Estados miembros que han incorporado recientemente regulaciones sobre esta materia, estableciendo la obligación para los administradores de considerar las repercusiones externas por la actividad empresarial, priorizar los intereses de los distintos grupos de interés o formular una declaración estratégica en materia de derechos humanos⁷⁹.

Esto último cobra especial relevancia en tanto que la Comisión fundamenta su propuesta en la fragmentación legislativa existente entre los Estados miembros en materia de diligencia debida y en la exigencia impuesta a los administradores de adoptar decisiones de gestión que favorezcan la protección del medio ambiente y los derechos humanos. A su juicio, esta disparidad normativa genera una situación de desigualdad para las empresas dentro del

⁷⁵ *LOI n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre*, esto es, la Ley n.º 2017-399 de 27 de marzo de 2017 relativa a la vigilancia de las sociedades matrices y las empresas contratistas.

⁷⁶ Ley de 16 de julio de 2021 sobre diligencia debida de las empresas respecto de las cadenas de suministro.

⁷⁷ En el plano nacional, resulta relevante señalar que en 2021 el Ministerio de Derechos Sociales y Agenda 2030 inició un proceso de consulta pública relativo al Anteproyecto de Ley sobre protección de los derechos humanos, la sostenibilidad y la diligencia debida en el marco de las actividades empresariales de carácter transnacional (<https://www.dsca.gob.es/sites/default/files/derechos-sociales/220208-consulta-publica-definitiva.pdf>).

⁷⁸ URÍA MENÉNDEZ, *ESG: Propuesta de Directiva sobre la diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y derechos humanos*, 2 de marzo de 2022, p 2.

⁷⁹ COMISIÓN EUROPEA, *Exposición de motivos de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937, COM(2022) 71 final, 23 de febrero de 2022, p. 13.*

mercado interior, al someterlas a condiciones regulatorias distintas según el Estado miembro en el que operen. Todo ello lo sustenta en que la propuesta busca preservar la libertad de establecimiento dentro de la Unión Europea, asegurando la homogeneización de las garantías exigidas a las sociedades en los distintos Estados miembros. De este modo, se pretende garantizar una protección equiparable de los intereses tanto de los socios como de terceros, en consonancia con lo dispuesto en el artículo 50 del TFUE⁸⁰, llegando incluso a afirmar que dicho artículo se erige como el fundamento jurídico esencial de la normativa en materia de Derecho de Sociedades, en lo que atañe a la protección de los intereses tanto de los socios de las empresas como de las demás partes interesadas⁸¹. En este contexto, la Comisión relaciona el art. 50 del TFUE con el art. 114 del TFUE y sostiene que: *“El acto propuesto tiene por objeto evitar y eliminar tales obstáculos a la libre circulación y las distorsiones de la competencia mediante la armonización de los requisitos para las empresas de llevar a cabo la diligencia debida en sus propias operaciones, filiales y cadenas de valor”*⁸².

Sin embargo, la Directiva comienza con un cambio sustancial en su fundamentación, trasladando su justificación al amparo del artículo 2 del TUE y del artículo 191 del TFUE. Como consecuencia, desaparece la extensa argumentación que sustentaba la necesidad de armonizar el deber de diligencia de los administradores en aras de la protección del mercado interior y la prevención de distorsiones en la competencia. No obstante, en el último considerando de la Directiva, el Considerando 99, se advierte una cierta influencia de la argumentación sostenida en la propuesta de la Comisión. En este punto, se recupera la noción de que los objetivos perseguidos por la Directiva podrían no alcanzarse plenamente debido a que las medidas adoptadas por los distintos Estados miembros corren el riesgo de resultar ineficaces y generar una fragmentación del mercado interior. Así, aunque la fundamentación principal de la Directiva se aparta de la línea argumentativa de la Comisión en lo relativo a la necesidad de armonizar el deber de diligencia de los administradores, este último considerando introduce un matiz significativo: la posibilidad de que, en el futuro, la fragmentación normativa entre los Estados miembros justifique la adopción de medidas adicionales a nivel de la Unión en virtud del principio de subsidiariedad del artículo 5 del TUE. Por tanto, consideramos que esta formulación deja abierta la posibilidad de que, en el futuro, se retome la idea de armonizar

⁸⁰ SEPÚLVEDA GÓMEZ, M., “La propuesta de Directiva europea sobre diligencia debida en Derechos Humanos y Medio Ambiente”, *Temas Laborales: Revista andaluza de trabajo y bienestar social*, núm. 168, 2023, p. 352.

⁸¹ COMISIÓN EUROPEA, Exposición de motivos de la Propuesta de Directiva..., *op. cit.*, p. 20.

⁸²Ibid., p. 14.

el deber de diligencia de los administradores, imponiéndoles expresamente la obligación de considerar, en la toma de sus decisiones, el impacto de la actividad empresarial en los derechos humanos y el medio ambiente.

En consonancia con lo expuesto *ut supra*, creemos que cabe preguntarse si, a pesar de la supresión de la referencia explícita al deber de diligencia de los administradores, no sigue vigente, en esencia, la obligación de estos de considerar, en la toma de decisiones empresariales, el impacto de las mismas en los derechos humanos y el medio ambiente. Si examinamos el art. 7.1 CSDDD, relativo a la integración de la diligencia debida en las políticas y los sistemas de gestión de riesgos de la empresa, se observa que establece lo siguiente:

“Los Estados miembros velarán por que las empresas integren la diligencia debida en todas sus políticas pertinentes y en sus sistemas de gestión de riesgos y por que cuenten con una política de diligencia debida basada en el riesgo.”

¿A quién, sino a los administradores, se refiere el precepto cuando dispone que las empresas deberán integrar la diligencia debida en sus políticas?

La misma pregunta merece el art. 5.1 CDDD cuando establece que “las empresas” deben adoptar un enfoque de diligencia debida basado en el riesgo en materia de derechos humanos y medio ambiente. En este sentido, se establece la obligación de integrar la diligencia debida en sus políticas y sistemas de gestión de riesgos, identificar y evaluar los efectos adversos, prevenir y mitigar riesgos, reparar daños, colaborar con las partes interesadas, establecer mecanismos de reclamación, supervisar la eficacia de sus medidas y comunicar públicamente sus actuaciones en esta materia. Dichas competencias corresponderían, en su mayoría, al órgano de administración⁸³. Este planteamiento encuentra un claro antecedente en la propuesta inicial de la Comisión, que reconocía expresamente que:

"las obligaciones de los administradores propuestas tienen un estrecho vínculo con las obligaciones de diligencia debida y, por tanto, son responsables de que la diligencia debida sea eficaz. Las obligaciones de los administradores también incluyen la aclaración de cómo se espera que los administradores cumplan con el deber de diligencia para actuar en el mejor interés de la empresa".⁸⁴

Además, el art. 26 de la propuesta primigenia otorgaba expresamente a los administradores

⁸³ RECALDE CASTELLS, A., “Distribución de competencias en materia de gestión entre los órganos de las sociedades de capital”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, núm. 59, 2019, p. 653

⁸⁴ COMISIÓN EUROPEA, Exposición de motivos de la Propuesta de Directiva..., *op. cit.*, p. 19.

el deber de implementar y supervisar las medidas de diligencia debida, exigiéndoles tomar en consideración las aportaciones pertinentes de las partes interesadas y las organizaciones de la sociedad civil e informar al Consejo de Administración a este respecto. Dicho precepto guarda una similitud sustancial con el actual art. 5.1 CSDDD, lo que permite sostener que, aunque se haya suprimido la referencia explícita a los administradores en la versión final de la Directiva, su papel en la implementación efectiva de la diligencia debida sigue siendo central e ineludible. Por todo ello, cabe destacar que conforme a los criterios jurídicos actualmente aplicables: “*ni puede ni debe descartarse que acabe exigiéndose responsabilidad de los administradores como consecuencia de ciertas acciones u omisiones de la sociedad (pero solo) en la medida en que puedan imputarse a los administradores*”⁸⁵.

Por añadidura, consideramos que el hecho de que la propuesta de la Comisión Europea planteara la necesidad de armonizar la concepción del deber de diligencia de los administradores de las sociedades de capital, aunque por el momento se limite a un número reducido de empresas, abre la puerta a futuras reformas legislativas que integren en dicho deber fiduciario la obligación de atender no solo al interés de los socios, sino también a otros intereses relevantes. La propuesta de la Comisión pone de manifiesto que en la voluntad del legislador europeo subyace la posibilidad de un cambio de paradigma en el ámbito del gobierno corporativo, avanzando hacia un modelo que, progresivamente, se aleje de los postulados estrictamente contractualistas. Esta hipótesis se ve respaldada por las propias declaraciones de la Comisión, que advierte que la fragmentación normativa en materia de gobernanza empresarial sostenible y diligencia debida entre los Estados miembros no solo genera distorsiones en el mercado interior, sino que es previsible que dichas distorsiones se agraven en el futuro⁸⁶.

Asimismo, aunque en la versión final de la Directiva haya desaparecido la referencia explícita al deber de diligencia de los administradores, resulta pertinente preguntarse si dicha obligación sigue latente en esencia. La propia normativa vigente, a través de disposiciones como el artículo 7.1 CSDDD, establece la necesidad de que las empresas integren la diligencia debida en todas sus políticas y sistemas de gestión de riesgos, lo que inevitablemente remite a la función de los administradores como responsables de la estrategia corporativa. Del mismo modo, el artículo 5.1 CSDDD impone la obligación de adoptar un enfoque basado en el riesgo en materia de derechos humanos y medio ambiente, lo que incluye la identificación y

⁸⁵ PORTELLANO DÍEZ, P., “Nessun Dorma...”, *op. cit.*, p. 1211.

⁸⁶ COMISIÓN EUROPEA, Exposición de motivos de la Propuesta de Directiva..., *op. cit.*, p. 15.

evaluación de impactos adversos, su prevención y mitigación, la reparación de daños y la supervisión de la eficacia de las medidas adoptadas, que en el art. 26 de la propuesta de la Directiva se le atribuía directamente a los administradores. En cualquier caso, entendemos que no resultaba estrictamente necesario que el inmediatamente citado artículo de la propuesta de la Comisión designase expresamente a los administradores como responsables de establecer y supervisar el proceso de *due diligence*, toda vez que tal atribución se deriva ya de las normas vigentes en el Derecho de Sociedades nacional⁸⁷.

A la luz de lo expuesto, consideramos pertinente formular nuestra posición respecto a un debate que subyace en el análisis anterior: la relación entre el deber de legalidad y el deber de diligencia (*duty of care*) de los administradores societarios, en tanto que sobre ellos recae la responsabilidad de establecer y supervisar el proceso de *due diligence*, en consonancia con lo dispuesto en el art. 5.2 de la CSDDD. En realidad, el cumplimiento del deber de legalidad va de suyo en el deber de diligencia, toda vez que el art. 225.1 LSC establece que los administradores deberán: “[...] cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario [...]”. Así, el respeto al deber de legalidad comprende tanto la observancia de las normas imperativas externas como el acatamiento de la normativa interna relativa a la organización de la sociedad⁸⁸. Lo anteriormente expuesto conlleva que los administradores han de organizar y estructurar la actividad corporativa teniendo en cuenta los diversos riesgos que puedan materializarse en cualquier ámbito, lo cual incluye, de manera ineludible, aquellos vinculados a potenciales daños de carácter social o medioambiental⁸⁹. En esta línea, el deber de legalidad incorpora también obligaciones que se derivan de políticas públicas orientadas a la protección de los intereses de los *stakeholders*⁹⁰. En el presente contexto, el cumplimiento de las obligaciones derivadas de la normativa europea se configura, por tanto, como un presupuesto necesario para que pueda presumirse una actuación diligente del órgano de administración, en los términos exigidos por la regla de protección de la discrecionalidad empresarial recogida en el art. 226 LSC⁹¹. Desde el prisma del Derecho español, los administradores están obligados a establecer mecanismos internos de

⁸⁷ RECALDE CASTELLS, A., “La obligación de las sociedades de identificar, reducir y reparar los efectos adversos sobre el medioambiente y los Derechos Humanos (notas a la propuesta de directiva sobre ‘diligencia debida’ –due diligence– en materia de sostenibilidad)”, en PEÑAS MOYANO, M.^a J. (Coord.), *Estudios de Derecho de Sociedades y de Derecho Concursal. Libro en homenaje al profesor Jesús Quijano González*, Valladolid, 2023, p. 705.

⁸⁸ RECALDE CASTELLS, A., “Deberes de los administradores...”, *op. cit.*, p. 255.

⁸⁹ PÉREZ TROYA, A., “El principio europeo de sostenibilidad. Su proyección sobre los deberes de los administradores de las sociedades mercantiles”, en FUENTES NAHARRO, M. y MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.^a T. (Dir.), *Gobierno Corporativo: Digitalización y sostenibilidad*, Madrid, 2024, p. 309.

⁹⁰ RECALDE CASTELLS, A., “Deberes de los administradores...”, *op. cit.*, p. 255.

⁹¹ RECALDE CASTELLS, A., “La obligación de las sociedades...”, *op. cit.*, p. 705.

organización, funcionamiento y control (*ex art. 225.2 LSC*). Consideramos que, en este contexto, entronca directamente con uno de los requisitos perentorios para darse la protección del citado art. 226 LSC, esto es, que los administradores tomen las decisiones empresariales conforme a un procedimiento de decisión adecuado. Es por ello por lo que consideramos dicha discrecionalidad no alcanza a justificar la omisión de este procedimiento de decisión adecuado, especialmente cuando la normativa europea —y, en particular, la CSDDD— impone estándares reforzados en la evaluación de los posibles impactos medioambientales, sociales y en materia de derechos humanos en la toma de sus decisiones⁹².

En este sentido, la evolución del texto normativo evidencia que el legislador europeo ha optado, en esta fase, por no imponer una obligación expresa a los administradores, pero deja abierta la posibilidad de avanzar en esa dirección en el futuro. De hecho, la propia Comisión reconocía en su propuesta inicial la estrecha vinculación entre la diligencia debida y las funciones de los administradores, así como su responsabilidad en garantizar su eficacia. La reformulación de la Directiva no implica, por tanto, una renuncia definitiva a esta concepción, sino más bien una adaptación estratégica para su implementación progresiva.

2. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES EN PERÍODOS DE CRISIS EMPRESARIALES: LA FASE DE “INSOLVENCIA POSIBLE”.

2.1 Introducción al concepto de insolvencia posible

En lo concerniente al posible cambio de paradigma en la gobernanza corporativa que venimos analizando en el presente estudio, resulta perentorio ahondar en la responsabilidad de los administradores societarios en el período de crisis empresarial. Esta responsabilidad supone uno de los mayores exponentes de la consideración que viene sosteniendo la doctrina en torno al desplazamiento del Derecho de Sociedades por el Derecho Concursal⁹³, normativa que, por otro lado, ha sido objeto de recientes y numerosas reformas en nuestro país⁹⁴. En particular, la

⁹² *Ibid.*, pp. 705- 706

⁹³ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad de los administradores societarios en el período de crisis empresarial. Reflexiones a propósito de la Directiva 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 162, 2021, p. 91.

⁹⁴ Estas modificaciones se han implementado mediante la Ley 16/2022, de 5 de septiembre, que reforma el texto refundido de la Ley Concursal, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo. Esta ley transpone la Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas. La reforma también modifica la Directiva (UE) 2017/1132 sobre aspectos del Derecho de sociedades, conocida como Directiva sobre reestructuración e insolvencia.

expansión de los deberes fiduciarios de los administradores en situaciones de crisis empresarial conlleva una ampliación de su perímetro subjetivo, de modo que estos no deben atender exclusivamente al interés de los socios, sino que deben también ponderar los intereses de los acreedores y demás partes interesadas.

Esta reconfiguración del marco de responsabilidades —especialmente relevante en los contextos de reestructuración preventiva— se inserta en lo que la doctrina anglosajona ha denominado *duty shifting*⁹⁵, esto es, el desplazamiento del centro de gravedad de los deberes de los administradores desde los socios hacia los acreedores y otros interesados a medida que la empresa se aproxima a la insolvencia. Como consecuencia de lo anterior, esta configuración del marco de deberes impone a los administradores la exigencia de adoptar una estrategia empresarial orientada a satisfacer no solo los intereses de los socios, sino también los de los restantes *stakeholders* relevantes en el contexto de crisis⁹⁶. De lo contrario, podrían enfrentarse a eventuales responsabilidades por omisión de sus obligaciones fiduciarias⁹⁷. Esta ampliación del haz de intereses a considerar no está exenta de complejidad, pues puede dar lugar a conflictos de interés específicos. Respecto a estos conflictos de interés, se deben destacar por su relevancia, aunque no de forma exclusiva, los problemas de agencia o el conflicto de intereses entre socios mayoritarios y minoritarios y, con especial intensidad durante la situación de crisis empresarial, los que se producen entre la sociedad y sus acreedores⁹⁸.

Sin embargo, debemos destacar que la dificultad se sitúa en la denominada *twilight zone*⁹⁹, ese estadio intermedio en el que la empresa, aún solvente, comienza a mostrar signos de tensión financiera. Es en este contexto incierto donde se abre el debate sobre el modo en que debe administrarse la sociedad y qué intereses deben guiar dicha gestión. De este modo, resulta oportuno remitirnos al artículo 19 de la Directiva (UE) 2019/1023 (en adelante en este apartado, la Directiva) relativo a las obligaciones de los administradores en caso de “insolvencia inminente”, el cual establece lo siguiente:

“Los Estados miembros se cerciorarán de que, en caso de insolvencia inminente, los

⁹⁵ RECAMÁN GRAÑA, E., *La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en situaciones de crisis empresarial*, Tesis Doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 2015, p. 96.

⁹⁶ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 94.

⁹⁷ MOLINA HERNÁNDEZ, C., “La actuación sostenible de los administradores de sociedades de capital ante la insolvencia”, en GÓMEZ ASENSIO (Dir.), *Derecho europeo de la insolvencia: armonización, reestructuración y exoneración de deudas*, Madrid, 2024, p. 411.

⁹⁸ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 94.

⁹⁹ *Ibid.*, p. 95.

administradores sociales tomen debidamente en cuenta, como mínimo, lo siguiente:

- a) los intereses de los acreedores, tenedores de participaciones y otros interesados;
- b) la necesidad de tomar medidas para evitar la insolvencia, y
- c) la necesidad de evitar una conducta dolosa o gravemente negligente que ponga en peligro la viabilidad de la empresa.”

Resulta interesante hacer dos observaciones preliminares, a saber, por un lado la precisión terminológica de “insolvencia inminente” y, por otro lado, la traslación de este artículo al Derecho de Sociedades español. En lo concerniente a la precisión terminológica, la doctrina señaló de forma mayoritaria — y compartimos dicha crítica— que la expresión “insolvencia inminente” constituía una traducción imprecisa, siendo más adecuada la de “probabilidad de insolvencia” que finalmente incorporó la reforma del texto refundido de la Ley Concursal¹⁰⁰, ya que en las restantes versiones lingüísticas de la Directiva se utiliza sistemáticamente el término “probabilidad de insolvencia” (*likelihood of insolvency, probabilità di insolvenza, probabilidade de insolvência, probabilité d’insolvabilité, wahrscheinlichen Insolvenz*, entre otras)¹⁰¹. El art. 584.2 TRLC, ya con el uso debido, considera que se entenderá que concurre una situación de probabilidad de insolvencia cuando resulte objetivamente previsible que, en ausencia de un plan de reestructuración, el deudor no podrá atender de forma regular al cumplimiento de sus obligaciones exigibles en los dos años siguientes¹⁰². El artículo inmediatamente citado nos permite, por tanto, distinguir la insolvencia probable de la insolvencia inminente, entendida esta en el último inciso del art. 2.3 TRLC como aquella situación en la que el deudor: “*prevea que dentro de los tres meses siguientes no podrá cumplir regular y puntualmente sus obligaciones*”¹⁰³. De este modo, se introduce la probabilidad de insolvencia como una fase antecedente a la insolvencia inminente y actual, estrechamente vinculada al ámbito del derecho preconcursal¹⁰⁴. Resulta razonable afirmar que, tanto en los supuestos de probabilidad de insolvencia como en los de insolvencia inminente, la expectativa de que el deudor incurra en una situación de insolvencia actual debe superar el umbral del 50%.

¹⁰⁰ CAMPUZANO, A. B., “El estado de insolvencia. La probabilidad de insolvencia”, en PEÑAS MOYANO, M.^a J. (Coord.), *Estudios de Derecho de Sociedades y de Derecho Concursal. Libro en homenaje al profesor Jesús Quijano González*, Valladolid, 2023, pp. 161-162.

¹⁰¹ GARCIMARTÍN, F., “La probabilidad de insolvencia” [en línea], *Almacén de Derecho*, 9 de junio de 2021, [consulta 21 de marzo de 2025]. Disponible en <https://almacenederecho.org/la-probabilidad-de-insolvencia>

¹⁰³ DE CÁRDENAS SMITH, C., “Aproximación al régimen preconcursal de la reciente reforma concursal”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 60, 2022, p. 31.

¹⁰⁴ CAMPUZANO, A. B., “El estado de insolvencia...”, *op. cit.*, p. 160.

En términos de la jurisprudencia anglosajona, ello equivaldría a que tal desenlace sea “*more likely than not*”¹⁰⁵.

Por otro lado, cabe preguntarse cuál ha sido la recepción del art. 19 de la citada Directiva en nuestro ordenamiento. A este respecto, el legislador ha considerado innecesaria su transposición expresa al ámbito del Derecho societario o concursal, al estimar que su contenido ya se encuentra recogido en el art. 241 LSC, concerniente a la acción individual de responsabilidad. Asimismo, suscribimos la postura doctrinal que considera que el deber general de diligencia contenido en el art. 225 LSC debe de interpretarse conforme a los principios que informa el citado precepto de la Directiva, lo que implica que los administradores, en el ejercicio de sus funciones, deben incorporar en su juicio empresarial una concepción del “interés de la empresa” que incluya los intereses de los acreedores y demás partes concernidas en contextos de crisis¹⁰⁶.

2.2 Extensión de los deberes de los administradores durante la crisis empresarial. El “duty shifting”

Lo explicitado anteriormente, en particular lo relativo al art. 19 de la Directiva (UE) 2019/1023, reviste especial relevancia para el presente estudio en la medida en que el denominado Derecho de las Crisis puede propiciar un replanteamiento de la cláusula del interés social. En este sentido, se vislumbra una posible superación del enfoque de raíz contractualista, en favor de una aproximación institucionalista del interés social¹⁰⁷ al incluir una mención explícita de que los administradores deban tener en cuenta los intereses de los acreedores y otros interesados¹⁰⁸. El concepto de interés social no es baladí puesto que, tal y como como hemos visto diseminado a lo largo de este trabajo, tiene gran importancia en lo relativo a la delimitación de los deberes de los administradores.

Prima facie, cabría sostener que, en el contexto de la denominada *twilight zone*, los administradores se enfrentan a una tensión en la toma de sus decisiones producida por una dicotomía especialmente compleja. Por un lado, deben atender al interés social (*ex arts. 225 y*

¹⁰⁵ GARCIMARTÍN, F., “La probabilidad de insolvencia...”, *op. cit.*

¹⁰⁶ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Diligencia preconcursal y acción individual de responsabilidad” [en línea], *Almacén de Derecho*, 9 de enero de 2023, [consulta: 21 de marzo de 2025]. Disponible en: <https://almacenederecho.org/diligencia-preconcursal-y-accion-individual-de-responsabilidad>

¹⁰⁷ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 107.

¹⁰⁸ GÓMEZ ASENSIO, C., “Los deberes de los administradores en situación de insolvencia inminente en la propuesta de directiva sobre marcos de reestructuración”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 31, 2019, p. 310.

ss. LSC); y, por otro, se enfrentan a la necesidad de preservar el capital social con el objetivo de salvaguardar los intereses de los acreedores ante una posible situación de insolvencia, en coherencia con el futurible interés concursal¹⁰⁹ (*ex art. 204 TRLC*¹¹⁰). Ahora bien, dicha dicotomía no debería interpretarse en términos de una oposición irreconciliable, en la medida en que, durante la fase de probabilidad de insolvencia, los administradores deben seguir rigiéndose por el interés social, el cual no ha sido aún desplazado por el interés concursal.

No obstante, la verdadera dicotomía en situaciones de proximidad o probabilidad de insolvencia se plantea entre continuar con la actividad empresarial —con el consiguiente riesgo de agravar la crisis— o cesarla para evitar la generación de nuevas deudas. En este contexto, los administradores pueden optar por medidas de refinanciación o reestructuración, cuya ejecución puede conducir tanto a la apertura de un procedimiento concursal como al saneamiento financiero de la sociedad. La relevancia de las decisiones adoptadas en esta fase es indiscutible, pues serán determinantes a la hora de valorar una eventual responsabilidad, ya sea societaria o concursal. Todo ello se inserta en el conflicto de intereses propio de esta etapa: mientras los socios, protegidos por la limitación de su responsabilidad, tienden a favorecer estrategias más arriesgadas en aras de la continuidad empresarial, los acreedores priorizan una gestión conservadora orientada a maximizar las posibilidades de cobro¹¹¹. Del mismo modo, conviene señalar la posible existencia de un conflicto de intereses entre los acreedores y los propios administradores, en la medida en que estos últimos pueden verse inclinados a favorecer la continuidad de la actividad empresarial con el fin de preservar su posición dentro del órgano de administración. No obstante, es preciso recordar que los administradores están obligados a subordinar sus intereses particulares al interés social¹¹².

Cabe destacar que parte de la doctrina considera que, si bien existe un conflicto latente entre los intereses de los socios y de los acreedores en el periodo de probabilidad de insolvencia, considerar los intereses de estos últimos como beneficiarios de los deberes fiduciarios de los administradores llevaría a una situación en la que los administradores estarían

¹⁰⁹ RECAMÁN GRAÑA, E., *La responsabilidad...*, *op. cit.*, p. 106.

¹¹⁰ Debemos recordar que la apertura de la fase concursal conlleva una reconfiguración de los deberes fiduciarios de los administradores, derivada de la sujeción de la sociedad a las disposiciones propias del Derecho Concursal y, en particular, del surgimiento del deber de preservación de la masa activa conforme a lo dispuesto en el artículo 204 del TRLC. Si bien excede el objeto del presente estudio, resulta interesante destacar que tal y como expone DE CÁRDENAS SMITH, C., “Aproximación al régimen preconcursal...”, *op. cit.*, p. 30, la perspectiva del Derecho Concursal ha evolucionado desde un enfoque predominantemente liquidativo —centrado en la tutela prioritaria de los acreedores— hacia uno orientado a la preservación de la actividad empresarial, que implica una mayor atención a los intereses del conjunto de los stakeholders.

¹¹¹ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 109-111.

¹¹² MOLINA HERNÁNDEZ, C., “La actuación sostenible...”, *op. cit.*, p. 403.

en una situación de conflicto de intereses permanente. Tal circunstancia activaría, en la práctica, un deber general de abstención que paralizaría su función gestora¹¹³. Esta tesis sostiene que los deberes de gestión leal y diligente que asumen los administradores se inscriben exclusivamente en el marco de su relación jurídica con la sociedad. En consecuencia, no se extienden a terceros, pues tales obligaciones nacen del vínculo interno entre administrador y sociedad, sin que puedan erigirse en fuente de responsabilidad directa frente a sujetos ajenos a dicha relación¹¹⁴. Desde esta perspectiva, se sostiene que la posición de los acreedores en situación de probabilidad de insolvencia no se ve alterada, quedando sus intereses salvaguardados por el principio general de *alterum non laedere*, consagrado en el art. 1902 CC¹¹⁵. Debemos discrepar en este punto, pues a la luz del marco normativo vigente no es sostenible considerar que la posición de los acreedores permanezca inalterada en contextos de probabilidad de insolvencia. Tal y como se ha indicado *ut supra*, el legislador europeo ya ha procurado positivizar la necesidad imperativa de que los administradores tomen en consideración los intereses de los acreedores, tenedores de participaciones y otros interesados.

Asimismo, se debe considerar que debido a los derechos con los que cuentan los acreedores, tanto dentro como fuera de la *twilight zone*, consideramos ilusorio pensar en la vigencia de un interés social como una categoría identificada exclusivamente con el interés común de los socios, toda vez que los administradores en su gestión deben tener en cuenta a los acreedores. Incluso desde una óptica contractualista, cabría interpretar esta afirmación en el sentido de que la protección del interés de los acreedores responde, en última instancia, a la necesidad de evitar perjuicios graves a la sociedad, en la medida en que tales perjuicios podrían comprometer su viabilidad y continuidad. En efecto, defendemos la idea de que el objetivo fundamental de los administradores reside en incrementar el valor de la empresa, lo que redundaría positivamente en todos los grupos involucrados. Así, mientras que en una situación ordinaria la dirección societaria deberá encaminar sus decisiones hacia la obtención del mayor beneficio posible para los accionistas, en circunstancias cercanas a la insolvencia el enfoque deberá desplazarse hacia un «pronóstico de viabilidad»¹¹⁶. Por consiguiente, en estos escenarios, los administradores

¹¹³ PIEDRA ARJONA, J., “Conflictos de interés en sociedades en crisis: lealtad corporativa en la proximidad a la insolvencia”, en HERNANDO CEBRIÁN (Dir.), *Conflictos de intereses en las sociedades de capital: socios y administradores*, Madrid, 2022, p. 120.

¹¹⁴ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad ‘externa’ de los administradores sociales”, *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, núm. 1, 2007, p. 6.

¹¹⁵ PIEDRA ARJONA, J., “Conflictos de interés...”, *op. cit.*, p. 121.

¹¹⁶ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad de los administradores en la proximidad de la insolvencia ¿duty shifting en el derecho español?”, en VEIGA COPO, A.B. (Dir.), MARTÍNEZ MUÑOZ, M. (Coord.), *Perímetros de insolvencia, parámetros de reestructuraciones*, Madrid, 2024, p. 232.

deben priorizar decisiones destinadas a garantizar la continuidad empresarial mediante la protección del valor corporativo, y no aquellas que únicamente persigan aumentar la rentabilidad inmediata del socio.

Esta vinculación entre administradores y acreedores encuentra reflejo en el derecho de información que poseen los acreedores gracias al deber de depósito de las cuentas anuales *ex art. 279 LSC* en conexión con el *art. 281 LSC*, en tanto que los acreedores serán de los colectivos más interesados en conocer la situación financiera de la sociedad deudora. Asimismo, debemos destacar que este derecho de información se intensifica en el caso de acreedores bancarios, llegando incluso, *ex art. 18 de la Orden EHA/2899/2011*, a exigir que las entidades financieras evalúen la capacidad del cliente para cumplir con sus obligaciones contractuales antes de celebrar cualquier contrato de crédito o préstamo, a partir de información suficiente recabada por medios adecuados, incluyendo aquella facilitada por el propio deudor. Esas obligaciones de los administradores para con los acreedores, independientemente de la consideración de si son directas o indirectas, se pone de claro manifiesto en el *art. 236 LSC* cuando en su primer apartado dispone que:

“Los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales, del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa”.

A mayor abundamiento, consideramos que cuando el *art. 236.2 LSC* establece que aunque la decisión del administrador haya sido autorizada o ratificada por la junta general, máximo exponente de los socios, ello no le exonerará de responsabilidad, supone una clara voluntad del legislador de separar las actuaciones de los administradores del exacto cumplimiento de la voluntad de los socios. Misma situación la encontramos en el *art. 367 LSC* cuando se establece que los administradores que omitan solicitar la disolución judicial en los plazos legalmente establecidos, aunque la junta general se pronuncie en contra, ante una causa de disolución incurrir en responsabilidad solidaria por las deudas sociales contraídas con posterioridad al incumplimiento. Todo este planteamiento desemboca también en la acción individual de responsabilidad del *art. 241 LSC* que, como hemos observado *ut supra*, actúa en nuestro ordenamiento como cauce interno de transposición del *art. 19 de la Directiva (UE) 2019/1023*. En este sentido, el influjo de dicha Directiva debería propiciar una flexibilización de la estricta doctrina jurisprudencial construida por nuestro TS en torno a los exigentes requisitos para la

viabilidad de esta acción¹¹⁷, especialmente en contextos de crisis empresarial.

En conclusión, resulta evidente pensar que en escenarios de probabilidad o inminencia de insolvencia —esto es, en situaciones de proximidad al estado concursal— las decisiones adoptadas por los administradores deben orientarse, de forma ineludible, a la protección equilibrada de los intereses concurrentes: los de la propia sociedad, los de sus socios y los de los acreedores. Todo ello con el propósito último de preservar su viabilidad. De hecho, el deber de lealtad consideramos que implica que los administradores han de orientar su actuación hacia la consecución del interés social, entendido este como interés superior de la sociedad, por encima de los intereses particulares de los socios. En virtud de este deber, deberán evitar situaciones de conflicto de intereses y ajustar en todo momento su conducta a los principios rectores de la buena fe¹¹⁸. En este marco, el interés social se erige como principio rector, en tanto que corresponde a los administradores, en representación de la persona jurídica, actuar con la diligencia y lealtad debidas para afrontar la crisis empresarial del modo más eficiente y conforme al ordenamiento¹¹⁹.

2.3 La aplicación de la business judgment rule en la fase de proximidad a la insolvencia

Al socaire de lo anteriormente expuesto en lo concerniente a la delimitación del interés social, especialmente en el periodo de proximidad de insolvencia o *vicinity of insolvency*¹²⁰, cabe traer a colación la eventual incidencia que esta puede tener sobre la regla de protección de la discrecionalidad empresarial. Esta figura, que vino a traducir la *business judgment rule* del Derecho anglosajón, se incorporó a nuestro ordenamiento jurídico a través de la Ley 31/2014¹²¹, mediante el art. 226 LSC que consagra dicha protección en favor de los administradores en el ámbito de la toma de decisiones estratégicas y de negocio. Compartimos la opinión de que la *business judgment rule* lejos de ser una construcción doctrinal y abstracta, supone uno de los principales pilares del Derecho de Sociedades. De esta manera, suscribimos las siguientes consideraciones:

“The structure of corporation law is built on two grand rules limiting the liability of participants in the corporate enterprise. The first is the rule of limited liability of shareholders. The second is the rule limiting the liability of directors under the business judgment rule. Jointly these rules

¹¹⁷ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Diligencia preconcursal...”, *op. cit.*

¹¹⁸ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 128.

¹¹⁹ MOLINA HERNÁNDEZ, C., “La responsabilidad de los directivos en la proximidad de la insolvencia”, *Deconomi. Revista electrónica del Departamento de Derecho Económico y Empresarial. Facultad de Derecho – UBA*, núm. 18, p. 247.

¹²⁰ PIEDRA ARJONA, J., “Conflictos de interés...”, *op. cit.*, p. 105.

¹²¹ EMBID IRUJO, J.M., & DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad...*, *op. cit.*, p. 82.

promote enterprise by allowing shareholders and directors to take risks without fear of catastrophic personal liability”¹²².

En el marco del presente estudio, la aplicación del principio de protección a la discrecionalidad empresarial implica que no cabe imputar responsabilidad por infracción del deber de diligencia a aquellos administradores que, aun habiendo adoptado decisiones que culminaron en la insolvencia de la sociedad, actuaron conforme a los parámetros establecidos en el artículo 226 LSC¹²³. Es decir, siempre que dichas decisiones hubieran sido tomadas de buena fe, sin incurrir en conflictos de interés, con una base informativa suficiente y observando el procedimiento decisorio previsto en la legislación y en los estatutos sociales. Se trata, por ende, de una presunción *iuris tantum* que opera excluyendo toda valoración sobre la oportunidad o razonabilidad de la decisión adoptada, de modo que el administrador queda exonerado de responsabilidad por las consecuencias derivadas de aquella, siempre que concurren los requisitos que la justifican¹²⁴, quedando fuera por tanto del control judicial¹²⁵. En tales supuestos, corresponde a los socios y terceros perjudicados acreditar la falta de diligencia o la mala fe en el comportamiento de los administradores, desvirtuando así la presunción existente. Si bien esta carga probatoria puede resultar compleja, no es imposible satisfacerla cuando se evidencie que la actuación de los administradores se ha apartado de los estándares mínimos exigibles o ha estado presidida por la mala fe¹²⁶. En consecuencia, esta regla de protección de la discrecionalidad empresarial traslada a los socios las eventuales consecuencias derivadas de errores en la gestión societaria (*caveat shareholder*), imponiéndoles la carga asociada a la elección de los administradores y al adecuado ejercicio de su función de supervisión¹²⁷.

En este contexto, adquiere especial relevancia el requisito de la buena fe, entendido como la convicción razonada de que las decisiones adoptadas respondían al interés de la sociedad en sentido amplio, incluyendo a todos los grupos de interés (*stakeholders*) conforme a la orientación del artículo 19 de la Directiva (UE) 2019/1023. Dicha convicción debe sustentarse en un conocimiento adecuado del contexto económico y financiero de la sociedad, evaluado —entre otros factores— a la luz de los indicadores de alerta temprana y dentro del marco

¹²² RHEE, R.J., “The Tort Foundation of Duty of Care and Business Judgment”, *Notre Dame Law Review*, vol. 88, núm. 3, 2013, p. 1140.

¹²³ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 119.

¹²⁴ RECAMÁN GRAÑA, E., *La responsabilidad...*, *op. cit.*, pp. 173-174.

¹²⁵ DÍAZ MORENO, A., “La business judgment rule en el Proyecto de Ley de modificación de la Ley de Sociedades de Capital”, en *La Ley de Reforma de la LSC*, Gómez-Acebo & Pombo, Madrid, p. 5.

¹²⁶ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., «La responsabilidad de los administradores...», *op. cit.*, p. 241.

¹²⁷ RECALDE CASTELLS, A., “Deberes de los administradores...”, *op. cit.*, p. 254.

procedimental legítimo¹²⁸.

La sentencia *Quadrant*¹²⁹ ofrece una lectura esclarecedora del deber de lealtad, al afirmar que este se debe a la sociedad en su conjunto y no únicamente a los socios. Así, cuando los administradores actúan de forma desleal, favoreciendo exclusivamente a los accionistas en perjuicio de la persona jurídica, infringen dicho deber¹³⁰. Se destaca, además, que su actuación debe orientarse a la maximización del valor de la empresa y sostenibilidad de la misma en periodos de proximidad de insolvencia, lo que redundará en beneficio de todos los *stakeholders* implicados¹³¹. En consecuencia, mientras las decisiones adoptadas contribuyan al interés general de la sociedad, los tribunales no deben evaluar si favorecen más a unos grupos que a otros¹³².

En el marco propio de la fase de proximidad a la insolvencia, resulta imprescindible tener en cuenta lo expuesto anteriormente respecto a la dicotomía de intereses abiertamente antitéticos entre socios y acreedores. En este contexto, la valoración del cumplimiento del estándar del “ordenado empresario” en la adopción de decisiones empresariales ha de realizarse atendiendo a las circunstancias concretas en las que se producen dichas decisiones, en particular aquellas que implican un mayor grado de riesgo con el fin de recapitalizar la sociedad y revertir su situación de crisis. Ello no debe, sin embargo, conducir a una equiparación errónea entre la producción de un daño y la asunción indebida de riesgos, ni a considerar como reprochable cualquier conducta empresarial que entrañe riesgo, elemento consustancial a la dinámica societaria¹³³. En última instancia, el carácter excesivo del riesgo deberá determinarse atendiendo a la naturaleza de la actuación y al contexto de dificultad en el que se lleva a cabo¹³⁴.

A nuestro juicio, merece una consideración particular el requisito previsto en el artículo 226.1 de la LSC, según el cual los administradores deberán actuar “sin interés personal en el asunto objeto de decisión”. Estimamos que tal exigencia requiere una lectura matizada en contextos de proximidad a la insolvencia, puesto que, tal y como hemos argumentado *ut supra*, en esta fase crítica el administrador podría verse influido por motivaciones personales —como la voluntad de conservar su posición al frente de la sociedad— que lo inclinen a adoptar

¹²⁸ MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 120.

¹²⁹ *Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin [LLC EBF LP (Court of Chancery of Delaware, 2014) y Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin [Athilon Capital Corp. (Court of Chancery of Delaware, 2015)]*. En esta última se indica que después del caso *Gheewalla*: “*They [the directors] continue to owe fiduciary duties to the corporation for the benefit of all of its residual claimants, a category which now includes creditors*”.

¹³⁰ *Ibid.*, p. 150.

¹³¹ MOLINA HERNÁNDEZ, C., “La actuación sostenible...”, *op. cit.*, pp. 399-400.

¹³² MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 150.

¹³³ RECAMÁN GRAÑA, E., *La responsabilidad...*, *op. cit.*, p. 175.

¹³⁴ *Ibid.*, p. 177.

decisiones empresariales arriesgadas orientadas a evitar la declaración de concurso y recapitalizar la compañía, aun cuando tales decisiones no respondan plenamente al interés social. La tensión entre la objetividad requerida y los incentivos personales inherentes al cargo en contextos de crisis exige, por tanto, una revisión crítica de este requisito de la *business judgement rule*.

Sirva lo anterior como conclusión a este apartado para afirmar que, a nuestro juicio, la regla de protección de la discrecionalidad empresarial podría, en la práctica, blindar la actuación de los administradores tanto si deciden priorizar los intereses de los socios como si optan por atender preferentemente los de los acreedores. Ello se debe, precisamente, a que nos situamos en esa *twilight zone* en la que confluyen los principios del Derecho societario —guiado por la máxima del interés social— y del Derecho concursal —orientado hacia la máxima del interés concursal—. En este escenario de ambigüedad normativa y valorativa, consideramos que mientras el administrador actúe de buena fe, sin interés personal, con información suficiente y respetando un procedimiento de decisión adecuado, resultará jurídicamente complejo sostener que ha incumplido su deber por haber favorecido a uno u otro grupo de interés.

CAPÍTULO IV. CONCLUSIONES

A modo de corolario del presente estudio, debemos tratar de dar respuesta a la pregunta que planteábamos al inicio de este trabajo: ¿a quién se deben los administradores en las sociedades de capital? Y, en la misma línea, ¿qué intereses deben guiar su gestión? Estos interrogantes, lejos de ser meramente retórica, se revelan como el eje vertebrador de un debate doctrinal y normativo cuyo cambio de paradigma comienza a perfilarse con mayor nitidez en el contexto jurídico actual.

En efecto, a lo largo del presente trabajo hemos podido constatar que se vislumbra un cambio de paradigma, aún incipiente pero innegablemente presente, que refleja la voluntad del legislador europeo de poner fin a la hegemonía del *Shareholder Primacy Model* y avanzar hacia postulados más próximos a la *Stakeholder Theory*. Esta transición normativa, que reiteramos que se encuentra todavía en construcción, ha quedado especialmente evidenciada en el presente estudio a través del análisis de la Directiva (UE) 2024/1760 sobre diligencia debida en materia de sostenibilidad (así como la correspondiente Propuesta de la Comisión) y la Directiva (UE) 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva. Ambas normas revelan una tendencia común hacia una concepción más inclusiva del interés social, exigiendo de los administradores una consideración activa de interés distintos a los de los accionistas, como son las pretensiones de los acreedores, trabajadores o el medioambiente. En particular, resulta muy ilustrativa la citada Propuesta inicial de la Comisión en relación con la Directiva de Diligencia Debida, donde se contemplaba de manera explícita la obligación de los administradores de velar por los efectos adversos sobre los derechos humanos y el medio ambiente en el marco de su deber fiduciario de diligencia. Aunque dicha propuesta no fue íntegramente recogida en el texto final, consideramos que sí que permite entrever hacia dónde se dirige, con alta probabilidad, la acción normativa de la Unión Europea en los próximos años.

Asimismo, esta evolución normativa, en las propias palabras de la Comisión Europea, encuentra su justificación no solo en argumentos éticos o de sostenibilidad, sino también en razones de armonización jurídica y de preservación del mercado interior. Consideramos que la Propuesta de la Comisión muestra cuál es la postura del legislador europeo y, por ende, posibles reformas futuras que, esta vez explícitamente, modifiquen los deberes fiduciarios de los administradores. Consideramos importante recordar que la propia Comisión en la Propuesta estudiada *ut supra*, alegaba que la existencia de legislaciones nacionales dispares (como la *Loi de Vigilance en Francia* o la ley alemana de debida diligencia) exigirá un marco común a nivel europeo, para evitar la ruptura del mercado interior y distorsiones de la competencia.

Entendemos, por tanto, que lo anterior muestra cuáles son las preocupaciones del legislador europeo a pesar de la eliminación explícita de la modificación de los deberes fiduciarios de los administradores aunque - tal y como hemos venido defendiendo a lo largo del presente trabajo- sí que entendemos que ambas directivas suponen una ruptura *de facto* con el aséptico posicionamiento del legislador europeo respecto a qué intereses deben guiar la gestión de los administradores.

En esta línea, consideramos que el clásico enfrentamiento doctrinal entre contractualistas e institucionalistas ha devenido, en gran medida, en una controversia más teórica que práctica. Incluso bajo una visión purista del contractualismo —que como hemos visto identifica el interés social con el interés común de los socios— puede concluirse que a estos les conviene que los administradores tengan en cuenta los intereses de otros *stakeholders*. La razón es sencilla y es que el menosprecio de intereses ajenos puede generar efectos negativos sobre la propia sociedad y, por ende, sobre los socios. Así, por ejemplo, la falta de consideración hacia los acreedores puede traducirse en pérdida de acceso a financiación, la omisión de criterios ESG, en sanciones reputacionales o legales, y el descuido de los trabajadores, en conflictividad laboral. En definitiva, incluso desde una perspectiva estrictamente utilitarista, la toma en cuenta de los intereses de *los stakeholders* puede contribuir a la sostenibilidad, rentabilidad y maximización del valor de la empresa, redundando en beneficio de los socios.

Por otra parte, en lo que respecta al régimen de responsabilidad de los administradores, especialmente en contextos de crisis empresarial, hemos puesto de relieve la relevancia que adquiere la fase de “insolvencia probable”, conforme a lo previsto en la Directiva (UE) 2019/1023. Esta fase, conocida como la *twilight zone*, exige a los administradores la toma en consideración de los intereses de los acreedores, tenedores de participaciones y otros interesados (*ex. art. 19 de la Directiva 2019/1023*). Este fenómeno implica una reformulación del contenido del deber de diligencia, que pasa a integrarse con deberes derivados del derecho preconcursal y del derecho europeo, generando una “zona gris” donde la responsabilidad del administrador se intensifica. Es precisamente en este nuevo escenario donde la *business judgment rule*, consagrada en el art. 226 LSC, se ve tensionada en la dicotomía entre intereses de los accionistas y los intereses de los acreedores. Si bien consideramos que, en la práctica, la protección de la discrecionalidad empresarial tendrá efecto siempre que los administradores puedan justificar el cumplimiento de los cuatro requisitos que componen la *business judgment rule* siendo extremadamente complicado que los administradores no puedan justificar que actuaron con *la diligencia de un ordenado empresario* a pesar de haber favorecido más a un grupo de interés (socios incluidos) que al resto.

En definitiva, nos hallamos ante un proceso de transformación progresiva del derecho societario europeo, en el que la ampliación del concepto de interés social y el reforzamiento de los deberes fiduciarios de los administradores se orientan hacia una mayor consideración de los intereses de los *stakeholders*. Esta tendencia, todavía en construcción y no exenta de tensiones, apunta hacia un modelo de gobernanza corporativa más inclusivo, responsable y sostenible, donde la rentabilidad no se conciba como antagónica al respeto de los intereses del resto de *stakeholders*. Todo ello nos hace llegar a la reflexión de que dista mucho cuál es respuesta teórica de la respuesta práctica a la pregunta: ¿a quién se deben los administradores?

BIBLIOGRAFÍA

ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La representación de la sociedad por los administradores”, *Almacén de Derecho*, 2018 (extraído de <https://almacenederecho.org/la-representacion-de-la-sociedad-por-los-administradores>; última consulta: 23/02/2025).

- “El interés social y los deberes de lealtad de los administradores”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid (AFDUAM)*, n.º 20, 2016, pp. 213-236.
- “La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad ‘externa’ de los administradores sociales”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, núm. 1, 2007, pp. 1-18. Disponible en: <https://indret.com/la-llamada-accion-individual-de-responsabilidad-o-responsabilidad-externa-de-los-administradores-sociales/>

ALONSO LEDESMA, C., “La propuesta de Directiva sobre Diligencia Debida de las empresas en materia de sostenibilidad”, en PEÑAS MOYANO, M.ª J. (Coord.), *Estudios de Derecho de Sociedades y de Derecho Concursal. Libro en homenaje al profesor Jesús Quijano González*, Valladolid, 2023, pp. 59-71.

ALVARADO GUZMÁN, D., & LÓPEZ GÓMEZ, L., *Cortoplacismo societario como una expresión del modelo de primacía de los accionistas y la necesidad de repensar dicho modelo: Estados Unidos y Colombia*, *Dikaion*, 30(2), 2021, pp. 462-498.

BRANSON, D., “The death of contractarianism and the vindication of structure and authority in corporate governance and corporate law”, en MITCHELL, L. (Ed.), *Progressive Corporate Law*, Boulder, Westview Press, 1995, pp. 93–110.

BUSINESS ROUNDTABLE, *Statement on the Purpose of a Corporation*, 2019. Disponible en: <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>.

BUTLER, H. N., & MCCHESENEY, F. S. (1999). “Why they give at the office: Shareholder welfare and corporate philanthropy in the contractual theory of the corporation”. *Cornell Law Review*, 84, pp. 1195-1250.

CAMPUZANO, A. B., “El estado de insolvencia. La probabilidad de insolvencia”, en PEÑAS MOYANO, M.ª J. (Coord.), *Estudios de Derecho de Sociedades y de Derecho Concursal. Libro en homenaje al profesor Jesús Quijano González*, Valladolid, 2023, pp. 153-170.

CLARKSON, M. B. E., “A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance”, *The Academy of Management Review*, núm. 20(1), 1995, pp. 92-117.

COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES, *Informe sobre el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*, 1998.

CNMV, *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 2006.

DE CÁRDENAS SMITH, C., “Aproximación al régimen preconcursal de la reciente reforma concursal”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 60, 2022, pp. 29-45.

DÍAZ MORENO, A., *La business judgment rule en el Proyecto de Ley de modificación de la Ley de Sociedades de Capital*, en *La Ley de Reforma de la LSC*, Gómez-Acebo & Pombo, Madrid, 2021.

DODD, E. Merrick, “For Whom Are Corporate Managers Trustees?”, *Harvard Law Review*, vol. 45, núm. 7, 1932, pp. 1145-1163.

ECCLES, R.G., NEWQUIST, S.C. y SCHATZ, R., “Reputation and Its Risks” [en línea], *Harvard Business Review*, febrero de 2007. Disponible en: <https://hbr.org/2007/02/reputation-and-its-risks> [consulta: 20 de febrero de 2025].

EMBID IRUJO, J. M., “Tipos sociales capitalistas y conflictos de interés”, en HERNANDO CEBRIÁ, L. (Dir.), *Conflictos de intereses en las sociedades de capital: socios y administradores*, Madrid, 2022, pp. 31-72.

- EMBID IRUJO, J.M., & DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social corporativa y el derecho de sociedades de capital: Entre la regulación legislativa y el soft law*, Madrid, 2016.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Diligencia preconcursal y acción individual de responsabilidad” [en línea], *Almacén de Derecho*, 9 de enero de 2023, [consulta 21 de marzo de 2025]. Disponible en: <https://almacenederecho.org/diligencia-preconcursal-y-accion-individual-de-responsabilidad>

FREEMAN, R. E., & REED, D. L., “Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance”, *California Management Review*, vol. 25, núm. 3, 1983, pp. 88-106.

FRIEDMAN, M., “A Friedman Doctrine—The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”, *The New York Times* [en línea], 13 de septiembre de 1970. Disponible en: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>.

GARCIMARTÍN, F., “La probabilidad de insolvencia” [en línea], *Almacén de Derecho*, 9 de junio de 2021, [consulta 21 de marzo de 2025]. Disponible en <https://almacenederecho.org/la-probabilidad-de-insolvencia>

GATZERT, N., *The Impact of Corporate Reputation and Reputation Damaging Events on Financial Performance: Empirical Evidence from the Literature*, Friedrich-Alexander University Erlangen-Nürnberg, Working Paper, 2015.

GÓMEZ ASENSIO, C., “Los deberes de los administradores en situación de insolvencia inminente en la propuesta de directiva sobre marcos de reestructuración”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 31, 2019, pp. 309-322.

GUAMÁN HERNÁNDEZ, A., “El borrador de Directiva sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad: Un análisis a la luz de las normas estatales y de la propuesta del Parlamento Europeo”, *Trabajo y Derecho*, núm. 88, 2022, pp. 1-23.

HOUSE OF COMMONS TRADE AND INDUSTRY COMMITTEE, *The White Paper on Modernising Company Law: Sixth Report of Session 2002–03*, The Stationery Office Limited. Recuperado de: <https://publications.parliament.uk/pa/cm200203/cmselect/cmtrdind/439/439.pdf>

MARTÍNEZ MUÑOZ, M., “La responsabilidad de los administradores en la proximidad de la insolvencia ¿duty shifting en el derecho español?”, en VEIGA COPO, A.B. (Dir.), MARTÍNEZ MUÑOZ, M. (Coord.), *Perímetros de insolvencia, parámetros de reestructuraciones*, Madrid, 2024, pp. 215-250.

- “La responsabilidad de los administradores societarios en el período de crisis empresarial. Reflexiones a propósito de la Directiva 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 162, 2021, pp. 89-154.

MILLON, D. K., “Radical shareholder primacy”, *University of St. Thomas Law Journal*, núm. 10(4), 2014, pp. 1013-1044.

- “Why is corporate management obsessed with quarterly earnings and what should be done about it?”, *Georgetown Washington Law Review*, núm. 70(4), 2002, pp. 890-920.

MOLINA HERNÁNDEZ, C., “La actuación sostenible de los administradores de sociedades de capital ante la insolvencia”, en GÓMEZ ASENSIO (Dir.), *Derecho europeo de la insolvencia: armonización, reestructuración y exoneración de deudas*, Madrid, 2024, pp. 395-414.

- “La responsabilidad de los directivos en la proximidad de la insolvencia”, *Deconomi. Revista electrónica del Departamento de Derecho Económico y Empresarial. Facultad de Derecho – UBA*, núm. 18, 2023, pp. 228-251.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La anomalía de la retribución externa de los administradores”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, núm. 1, 2014, pp. 1-53.

- “Anatomía del Deber de Lealtad”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 39, 2009, pp. 43-65.

PERALES VISCASILLAS, P., “Impacto de la lucha contra el cambio climático en el gobierno corporativo”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, núm. 5, 2023, pp. 11-66.

PÉREZ TROYA, A., “El principio europeo de sostenibilidad. Su proyección sobre los deberes de los administradores de las sociedades mercantiles”, en FUENTES NAHARRO, M. y MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.^a T. (Dirs.), *Gobierno Corporativo: Digitalización y sostenibilidad*, Servicio de Publicaciones de la Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2024, pp. 297-310.

PIEDRA ARJONA, J., “Conflictos de interés en sociedades en crisis: lealtad corporativa en la proximidad a la insolvencia”, en HERNANDO CEBRIÁN (Dir.), *Conflictos de intereses en las sociedades de capital: socios y administradores*, Madrid, 2022, pp. 103-127.

PORTELLANO DÍEZ, P., “Nessun Dorma: el verdadero ámbito de aplicación personal de la Directiva sobre diligencia debida y sus pilares”, en CASTELLANO, M. J., y CAMPUZANO LAGUILLO, A. B. (Coords.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ángel Rojo*, Vol. 2, Tomo 2, Madrid, 2024, pp. 1181-1226.

RECALDE CASTELLS, A., “Deberes de los administradores en relación con una gestión sostenible y responsabilidad por incumplimiento”, en FUENTES NAHARRO, M. y MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.^a T. (Dirs.), *Gobierno Corporativo: Digitalización y sostenibilidad*, Servicio de Publicaciones de la Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2024, pp. 241-278.

- “La obligación de las sociedades de identificar, reducir y reparar los efectos adversos sobre el medio ambiente y los Derechos Humanos (notas a la propuesta de directiva sobre ‘diligencia debida’ –due diligence– en materia de sostenibilidad)”, en PEÑAS MOYANO, M.^a J. (Coord.), *Estudios de Derecho de Sociedades y de Derecho Concursal. Libro en homenaje al profesor Jesús Quijano González*, Valladolid, 2023, pp. 691-715.
- “Distribución de competencias en materia de gestión entre los órganos de las sociedades de capital”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, núm. 59, 2019, pp. 623-674.

RECAMÁN GRAÑA, E., *La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en situaciones de crisis empresarial*, Tesis Doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 2015.

RHEE, R.J., “The Tort Foundation of Duty of Care and Business Judgment”, *Notre Dame Law Review*, vol. 88, núm. 3, 2013, pp. 1138-1198.

SABOGAL BERNAL, L. F., *El deber de lealtad y los conflictos de intereses de los administradores de sociedades*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Derecho, Departamento de Derecho Mercantil, 2017.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. (Coord.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, T. II, Cizur Menor, Thomson Reuters Aranzadi, 2006, pp. 851-913.

SANZ BAYÓN, P., “El concepto de interés social en el derecho societario español: Las teorías contractualistas e institucionalistas a debate”, en LÁZARO GONZÁLEZ, I.E. y SERRANO MOLINA, A. (Eds.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Don José María Castán Vázquez*, Madrid, 2019, pp. 491-511.

- “La sociedad capitalista paralizada: sobre la causa legal para su disolución a la luz de los caracteres esenciales del contrato de sociedad”, *Revista Electrónica de Pensamiento, Economía y Sociedad*, núm. 17, 2012, pp. 5-30.

SEPÚLVEDA GÓMEZ, M., “La propuesta de Directiva europea sobre diligencia debida en Derechos Humanos y Medio Ambiente”, *Temas Laborales: Revista andaluza de trabajo y bienestar social*, núm. 168, 2023, pp. 339-368.

STRINE, L. E. Jr., *The dangers of denial: The need for a clear-eyed understanding of the power and accountability structure established by the Delaware General Corporation Law (Research*

Paper No. 15-08), University of Pennsylvania Law School - Institute for Law and Economics, 2015.

URÍA MENÉNDEZ, *ESG: Propuesta de Directiva sobre la diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y derechos humanos*, 2 de marzo de 2022.

ZAVALA ORTIZ DE LA TORRE, I., “La pugna entre el *shareholder primacy model* y la *stakeholder theory* en la doctrina y práctica anglosajona”, *Deusto Estudios Cooperativos*, núm. 2, 2013, pp. 103-132.

JURISPRUDENCIA

Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin [Athilon Capital Corp. (Court of Chancery of Delaware, 2015).

Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin [LLC EBF LP (Court of Chancery of Delaware, 2014).

Sentencia del Tribunal Supremo núm. 1512/1991, de 19 de febrero de 1991 [versión electrónica - base de datos Aranzadi. Ref. RJ 1991\1512]. Fecha de la última consulta: 8 de enero, FJ 2°.

Sentencia del Tribunal Supremo núm. 873/2011, de 7 de diciembre de 2011 [versión electrónica - base de datos Aranzadi. Ref. RJ\2012\3521]. Fecha de la última consulta: 11 de febrero de 2025, FJ 2°.

Sentencia del Tribunal Supremo, núm. 889/2021, de 21 de diciembre de 2021 [versión electrónica - base de datos Aranzadi. Ref. RJ\2021\5513]. Fecha de la última consulta: 11 de febrero de 2025, FJ 4°.