

## DELEGACIÓN Y DEFERENCIA: REFLEXIONES DESDE UNA PERSPECTIVA ECONÓMICA DEL DERECHO DE SOCIEDADES

### DELEGATION AND DEFERENCE: REFLECTIONS FROM AN ECONOMIC PERSPECTIVE OF COMPANY LAW\*

Maribel Saez Lacave  
Profesora titular de Derecho mercantil  
UAM y ECGI

**RESUMEN:** En este trabajo se propone una aproximación a la deferencia judicial a través del modelo económico de delegación. En un entorno de información asimétrica existe un *trade-off* entre deferencia y supervisión estricta *ex post*. La delegación que origina la relación principal-agente produce beneficios, pero también costes. Es más, incluso cuando la supervisión o el control *ex post* estricto o no deferente por parte de los accionistas es eficiente, constituye *ex ante* una amenaza de expropiación, lo que reduce la iniciativa empresarial y las inversiones no contractuales. La revisión judicial puede analizarse también siguiendo este modelo. No siempre la revisión judicial estricta es deseable, porque hay entornos en los que es más beneficioso garantizar un ámbito de discrecionalidad o de impunidad. Con todo, la mejor manera de lidiar con la relación principal-agente no siempre es a través de la revisión judicial. Normalmente es preferible utilizar los incentivos contractuales.

**PALABRAS CLAVE:** relación principal-agente, incentivos, información asimétrica, deferencia, discrecionalidad, análisis económico del Derecho, Derecho societario.

**ABSTRACT:** This paper proposes an approach to judicial deference through the economic model of delegation. In an asymmetric information environment, there is a trade-off between discretion and

---

\* Quisiera agradecer a Gabriel Doménech que me embarcara en este trabajo. Fue su visión, y no la mía, la que motiva el tema que se trata, y dado que su estudio me ha resultado interesante y sugerente, podría decir que —en términos económicos— ha contribuido a mi bienestar. También quisiera reconocer que el trabajo se ha visto beneficiado por las observaciones de los revisores, y el buen hacer de la editora.

deference in ex post monitoring. The delegation that gives rise to the principal-agent relationship produces costs, but also benefits. Moreover, even when strict or non-deferential ex post control by shareholders is efficient, it constitutes ex ante a threat of expropriation, which reduces managerial initiative and non-contractual investments. Judicial review can also be analyzed in this way. Strict judicial review is not always the most desirable option, because there are decisions in which it is more beneficial to ensure an area of discretion or impunity. However, the effective way to deal with the principal-agent relationship is not through judicial review, but through contractual incentives.

**KEYWORDS:** principal-agent relationship, incentives, asymmetric information, deference, discretion, law and economics, company law

**SUMARIO:** 1. INTRODUCCIÓN.— 2. EL MODELO ECONÓMICO.— 3. LA APLICACIÓN DEL MODELO PRINCIPAL-AGENTE A LA REVISIÓN JUDICIAL: 3.1. Alineamiento de las preferencias. 3.2. Asimetría de la información. 3.3. El coste de desautorizar al agente.— 4. EL PAPEL DE LOS INCENTIVOS EN LA RELACIÓN DE AGENCIA. — 5. BIBLIOGRAFÍA.

## 1. INTRODUCCIÓN

El propósito de este trabajo es discurrir y reflexionar sobre la deferencia en Derecho societario. Al referirnos a la deferencia se piensa en la manera de aproximarse a la revisión de decisiones de terceros por parte de quien tiene capacidad para hacerlo, como es el caso del juez. Según la RAE, la deferencia indica “adhesión al dictamen o proceder ajeno”. La motivación o las razones que se aportan para explicar tal comportamiento son: “por respeto o por excesiva moderación”, como “muestra de respeto o cortesía”, como “conducta condescendiente”. Lo interesante, sin embargo, es que la propia posibilidad de revisar o fiscalizar las decisiones ajenas no se limita únicamente a la función judicial, sino que está en el *core*, en el núcleo duro del gobierno de las sociedades. Esto es lo que se conoce en la literatura financiera como la teoría de la delegación. Esta teoría nos demuestra que la información y los incentivos juegan un papel trascendental para explicar los comportamientos condescendientes o deferentes.

El contexto societario que mejor nos permite analizar esta cuestión nos remite a aquellas sociedades en las que existe separación entre propiedad y control, que son típicamente las cotizadas. El fenómeno que se produce es que los socios, los inversores que financian la sociedad a través del mercado de capitales, y que tienen los derechos de control de la sociedad, es decir, son los dueños o los propietarios de la sociedad, delegan *de facto* tales derechos de control o de decisión al consejo de administración. Así pues, tener derechos de control estatutarios o legales no significa tener control efectivo, y esto es debido a la asimetría de información que es tanto mayor cuanto más aumenta la separación entre propiedad y control. La delegación *de facto* de los derechos de control produce lo que se denomina la relación principal-agente, siendo los socios el principal,

y los administradores o el consejo, el agente<sup>1</sup>. La discrecionalidad que se brinda a los administradores, y que está en la base de esta relación, es clave para entender el gobierno de las sociedades. Con todo, la relación de agencia, siendo productiva o beneficiosa, también genera a su vez ineficiencias o costes de agencia, que el Derecho societario, junto con otros instrumentos extralegales, como la remuneración o la vigilancia o *monitoring* de los mercados de capital, deberían tratar de paliar en lo posible. El examen de los costes de agencia o la falta de alineación entre los intereses o los incentivos de los financiadores/socios y los administradores proporciona los contornos del análisis del Derecho de sociedades moderno.

Pero la pregunta que hoy nos hacemos y que nos proponemos indagar es previa a la existencia de la propia relación principal-agente, y se refiere a la delegación propiamente dicha<sup>2</sup>. ¿Por qué permitimos que el consejo o los administradores, que a fin de cuentas son unos profesionales que la sociedad ha contratado, tomen las decisiones que afectan directamente a los dueños, a los socios? O, dicho en otros términos, ¿por qué los socios, que se juegan su dinero, son deferentes o condescendientes con las decisiones que adoptan los administradores, que son unos agentes o profesionales externos que no se juegan su dinero? Como veremos, *hay un trade-off entre los beneficios que proporciona el monitoring, o el control exhaustivo, y los provenientes de la discrecionalidad o la iniciativa empresarial*. Tal solución de compromiso está más presente y es más acusada cuanto mayor es la complejidad del negocio y la separación entre quienes financian la sociedad y quienes la gestionan. La supervisión estricta *ex post* por parte de los accionistas puede resultar eficiente en el caso concreto para reducir los efectos perjudiciales de la discrecionalidad gerencial del agente (que sin duda los tiene). Al propio tiempo, la deferencia o ausencia de control por parte de los socios puede ser beneficiosa *ex ante* porque promueve la inversión específica y la implicación de los administradores en los asuntos de la sociedad, quienes, a fin de cuentas, gestionan fondos y patrimonios ajenos. En otras palabras, si los administradores anticipan

---

<sup>1</sup> Es conveniente realizar una observación previa. La relación principal-agente es una explicación proporcionada por la literatura económica que ha fructificado entre los juristas especializados en gobierno corporativo, y está plenamente aceptada en el análisis estándar norteamericano de las relaciones de poder dentro de la sociedad. Pero es necesario precisar que esta manera de comprender y analizar la sociedad —y, en particular, la cotizada— no es la manera habitual y común de hacerlo en nuestra doctrina. El hecho de que la terminología “relaciones de agencia” o “costes de agencia” se haya generalizado y difundido entre nosotros no debe llevarnos a pensar que se haya popularizado la comprensión y el análisis de la sociedad mercantil a través de las lentes de los presupuestos económicos, ni siquiera que el conocimiento más preciso de esta literatura pertenezca al acervo común. De hecho, la doctrina al uso que aborda las relaciones de poder dentro de la sociedad y la toma de decisiones es la de los “órganos sociales”. Esta visión de la sociedad, que está en las antípodas del análisis que propone la relación principal-agente, es la que se explica en las universidades y es la narrativa predominante en la academia jurídica. Basta acercarse a la manualística de la materia societaria para comprobarlo, por ejemplo, Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ y Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RIO, *Lecciones de Derecho Mercantil*, Aranzadi, Cizur Menor, 2018, vol. I; Fernando SÁNCHEZ CALERO, *Principios de Derecho Mercantil*, Aranzadi Cizur Menor, 2018, vol. I.

<sup>2</sup> El papel clásico es del premio Nobel de Economía Bengt HOLMSTROM, “On the theory of delegation”, No 438, Discussion Papers from Northwestern University, Center for Mathematical Studies in Economics and Management Science, 1980, <http://www.kellogg.northwestern.edu/research/math/papers/438.pdf>

que los socios van a interferir y revisar *a posteriori* su gestión, reducirán su iniciativa empresarial y su inversión o implicación profesional o personal se verán mermadas.

Esta es la cuestión que, en sus trazos más gruesos, trataré de desentrañar y analizar a continuación. Con carácter previo, y antes de entrar en materia, correspondería hacer una observación relativa a las doctrinas societarias al uso. El Derecho societario que hemos aprendido, y que se sigue mayoritariamente enseñando en España —al igual que en los países de nuestro entorno—, se ha perfilado y desarrollado sobre la base de lo que llamamos las sociedades cerradas. En este contexto, que arranca del estudio de las sociedades personalistas, se han afinado las doctrinas jurídicas que han tratado de explicar y dar coherencia al universo societario conocido hasta el momento como un sistema cerrado, completo y autorreferencial. Un sistema, en definitiva, capaz de interpretar y ordenar cualquier transformación o desarrollo ulterior que pudiera surgir del fenómeno societario. Tales doctrinas y herramientas para conocer y explicar el Derecho societario siguen siendo mayoritarias en Europa Continental<sup>3</sup>. El cambio de paradigma<sup>4</sup> en el Derecho societario lo protagoniza el estudio de las sociedades abiertas o cotizadas, que es el modelo de sociedad prevalente en los entornos con mercados de capital anchos y potentes, siendo Estados Unidos su mayor exponente. Estas sociedades experimentan en buena medida la innovación en el terreno societario, pero también los desafíos, las preguntas abiertas y las incógnitas a las que se enfrenta el estudio de la materia. Su gobierno y funcionamiento es una *black box* en constante evolución que aún no hemos sabido desentrañar. Al plantearse nuevas preguntas (que no encuentran respuestas satisfactorias en la teoría general desarrollada por la dogmática tradicional), se desarrollan nuevas herramientas y se cambia la mirada, que torna a ser más empírica, más particular y, en general, más económica<sup>5</sup>.

En efecto, las sociedades cerradas se caracterizan porque son sociedades que no se financian en el mercado de capitales: no tienen una base accionarial amplia, sino que están constituidas por un número reducido y manejable de socios. Más allá de la estructura legal o formal que adopten, desde la óptica económica no presentan una genuina separación entre propiedad y control. Esto significa que la toma de decisiones o, si se prefiere, el gobierno de la sociedad no está en realidad delegado, sino centralizado, esencialmente retenido por los dueños. Los socios no sólo financian la sociedad, sino que también participan activamente en su gestión y se involucran de lleno para tener voz y capacidad de decisión, tanto en la junta de socios como en el órgano de administración. La delegación de decisiones, que es en lo que nos vamos a fijar, es una de las formas más comunes de descentralización de las organizaciones.

---

<sup>3</sup> La manualística alemana es un buen ejemplo. Un clásico es el manual societario de Karsten SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, cuya primera edición es de 1986, y que se sigue reeditando (la cuarta edición es de 2002, y la quinta edición se anuncia para 2026).

<sup>4</sup> Thomas KUHN, *La estructura de las revoluciones científicas*, Fondo de cultura económica, Mexico 1971.

<sup>5</sup> Maribel SAEZ y María GUTIERREZ, “The law and economics of comparative corporate law”, in Afra AFSHARIPOUR y Martin. GELTER (ed), *Comparative corporate governance*, Chaltenham, UK- Northampton, MA, USA, 2021, pp. 56 ss.

Un economista diría que, en estas organizaciones con socios fuertes y activos, el sistema decisorio o de gobierno es básicamente contractual. Es decir, sus conflictos e ineficiencias internas —dado que tienen distintas preferencias y visiones del negocio— se pueden coordinar —eventualmente— a través de un contrato. De hecho, la práctica viene a confirmar esta aproximación teórica, porque el gobierno de las sociedades cerradas de cierta entidad económica se suele pactar *ex ante* a través de acuerdos de socios que trascienden las estipulaciones legales —conviene no confundir esto con los Estatutos que, aunque tienen en buena parte naturaleza contractual, contienen en muchos casos tan solo las normas formales u organizativas, pero no los acuerdos “de gobierno efectivo”—. Para el estudioso atento del Derecho societario, la asignación de los derechos de control y los retos del gobierno corporativo de estas sociedades son un buen reflejo de la literatura sobre contratos incompletos<sup>6</sup>.

En cambio, la delegación corresponde al caso en el que la información de los distintos socios no puede ser coordinada en el proceso de tomar decisiones. Entonces, la delegación puede verse como un proceso en el que se otorga al agente la autoridad o la competencia para tomar la decisión final, pero sujeto a las restricciones o al control del principal. Cuanto mayor sea la asimetría de información, es decir, cuanto más costoso sea el control o la supervisión del principal, más probable será la delegación plena o, al menos, la delegación discrecional y deferente.

Por eso, en el entorno de las sociedades cotizadas es dónde observamos con mayor nitidez los problemas de la delegación amplia y la deferencia, con los problemas de agencia a los que me voy a referir. Las sociedades cotizadas, justamente debido a la separación entre propiedad y control<sup>7</sup>, muestran problemas y desafíos provenientes de la información asimétrica entre principal y agente<sup>8</sup>. Estos conflictos son bien distintos de los que tradicionalmente han planteado las sociedades cerradas. Como además no son manejables a través de un contrato, representan en la actualidad el ámbito genuino en el que se desarrolla el conocimiento de la teoría societaria.

Esta observación es pertinente para formular un *caveat* sobre las doctrinas societarias y el marco teórico mayoritariamente en uso entre nosotros para enfrentarse a los dilemas o los problemas que suscitan las sociedades. Las sociedades cerradas han representado entre nosotros y en los países de nuestro entorno los fenómenos asociativos más relevantes y, en buena medida, lo siguen haciendo. No es de extrañar,

---

<sup>6</sup> Philippe AGHION y Patrick BOLTON, “An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting”, *Review of Economic Studies*, LIX, 1992, pp. 473-94; Philippe AGHION y R. HOLDEN, “Incomplete contracts and the theory of the firm: what have we learned over the past 25 years?”, *Journal of Economic perspective*, 25, 2011, pp. 181-197.

<sup>7</sup> Adolf BERLE y Gardiner MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, Macmillan, 1932; Eugene FAMA y Michael Jensen, “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 1983, 301-325.

<sup>8</sup> Armen ALCHIAN y Harold DEMSETZ, “Production, information costs, and economic organization”, *American Economic Review*, 62(5), 1972, pp. 777-795; Michael JENSEN y William Meckling, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, pp. 305-360; Eugene FAMA, “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy*, 88(2), 1980, pp. 288-307.

por ello, que el examen de estas organizaciones haya centrado la atención de los estudiosos del Derecho mercantil, al menos en Europa continental, y haya servido para perfilar las teorías que han tratado de explicarlo. El núcleo de las doctrinas societarias tradicionales ha consistido en sistematizar y formalizar las organizaciones societarias al margen del contrato y los intereses de las partes, como si se tratase de una máquina que automatiza sus decisiones de manera óptima por simple efecto del *fiat* o mandato legal. Así, hay una persona jurídica que trasciende a los socios y se ordena conforme a un interés superior a los intereses particulares, que se dice “interés social”, mediante “órganos” que se convocan, se constituyen, adoptan decisiones y son objeto de impugnación. Esta visión, que sigue muy presente entre nosotros, ha sido sin embargo superada por la literatura económica y financiera, que ofrece más realistas y mejores explicaciones e instrumentos para comprender los hechos y sus consecuencias.

## 2. EL MODELO ECONÓMICO

Los modelos teóricos son herramientas provechosas para avanzar en el conocimiento porque nos ayudan a entender la realidad. Un modelo económico es una descripción simplificada de la realidad, en la que todos los supuestos son explícitos y todas las afirmaciones se derivan o resultan del mismo. Tal modelo puede producir predicciones cualitativas y cuantitativas. Una predicción cualitativa es que “x sube cuando y cae”. Una predicción cuantitativa es que  $x = 1/y$ . Las predicciones cuantitativas y cualitativas que proporciona o se derivan de un modelo son útiles cuando son robustas en relación con el entorno que se trata de capturar o describir<sup>9</sup>.

Para comprender la problemática de la deferencia se presentará un modelo muy sencillo inspirado en Burkart, Gromb y Panunzi (1997)<sup>10</sup>. Pensemos en una empresa que debe elegir un proyecto concreto entre una multitud de proyectos posibles y diferentes,  $N$ , y la información es valiosa porque permite conocer el beneficio esperado de los diferentes proyectos. Es decir, cada proyecto  $i$  ( $i=1, 2, \dots, N$ ) tiene un beneficio esperado  $\Pi_i$ . Supongamos que, en ausencia de información, la mejor estrategia es no hacer nada porque muchos proyectos son potencialmente ruinosos. Si no se cuenta con información, la mejor estrategia que pueden seguir los socios de la empresa es no invertir en ningún proyecto pues la rentabilidad esperada de invertir a ciegas es negativa. O, dicho de otra manera, sacarían más provecho a su dinero si compraran letras del tesoro, en vez de invertir en la sociedad. Si persisten en su idea de invertir en la empresa, y dado que los socios carecen de esta información, la única vía para seguir adelante es contratar a un gestor profesional que pueda obtener la información necesaria.

---

<sup>9</sup> Robert GIBBONS, “Lecture Note 1. Agency theory”, <https://web.mit.edu/rgibbons/www/903%20LN%201%20S10.pdf>

<sup>10</sup> Mike BURKART, Denis GROMB y Fausto PANUNZI, “Large shareholders, monitoring, and the value of the firm”, *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 1997, pp. 693-728.

Aparece, por lo tanto, de manera natural en el modelo, la necesidad de una relación principal-agente entre los socios y el gestor profesional.

El gestor profesional tiene la capacitación para poder distinguir los  $N$  proyectos en función de su rentabilidad, pero para ello ha de llevar a cabo un costoso trabajo de investigación. El agente puede por lo tanto conseguir información superior a los socios, pero a costa de inversión y esfuerzo por su parte, lo que hace que la información sea costosa de obtener. Supongamos que si el gestor realiza un nivel de esfuerzo que denotamos  $e$  (con  $e$ ) consigue la información con probabilidad  $e$  y con un coste  $C(e)$  para el gestor.

Imaginemos que el agente invierte trabajo y esfuerzo personal en detectar qué proyectos son eficientes y cuáles ineficientes. Entre todos los proyectos examinados, descubre que la mayoría son ineficientes, proporcionan malos o pobres resultados y no son interesantes ni para los socios ni para el gestor. Pero hay dos proyectos que podemos considerar buenos ( $\Pi A > \Pi B > 0$ ). El proyecto A es más beneficioso para el principal, pero el proyecto B puede ser preferido por el gestor por ser el que le proporcione beneficios privados. Es importante aclarar que el gestor siempre va a preferir el proyecto que aporta beneficios privados. Puede ocurrir que haya congruencia de intereses y sea el proyecto A el que también ofrece beneficios privados (esto ocurre con probabilidad  $\lambda$ ). Pero también puede ocurrir que el agente prefiera el proyecto B, porque, aunque beneficie menos al principal, resulte ser el proyecto que le reporte al agente beneficios privados,  $b$  (con probabilidad  $1-\lambda$ ). Tal beneficio puede ser monetario o no, por ejemplo, puede significar menos esfuerzo por su parte, más visibilidad, mejores perspectivas profesionales, etc.

En este estado de cosas, y dado que los intereses entre el principal y el agente no están perfectamente alineados, el agente elegiría entre A y B el proyecto con mayores beneficios privados. Es importante darse cuenta de que a pesar del problema de agencia (es decir, que la falta de alineamiento de intereses del agente con el principal le lleve a elegir B, —el proyecto con beneficios privados— en lugar de A, —el proyecto que es siempre más beneficioso para el principal—), la labor del agente es valiosa para el principal, pues sin el agente no habría ningún proyecto rentable que llevar a cabo.

Consideremos a continuación la opción de revisar la labor del agente. Para simplificar el esquema, supongamos que esta labor corresponde al consejo de administración de la empresa. Hay dos procesos diferentes para la toma de decisiones de inversión en la empresa: la delegación y la supervisión. La delegación supone deferencia hacia el gestor, mientras que la supervisión no es deferente.

El primer proceso sería de delegación. Se trata de decisiones que no pasan por el consejo y el gestor puede tomar directamente. El principal puede elegir entre delegar la decisión al agente —y darle discrecionalidad en la selección del proyecto— o no delegar, es decir, no ser deferente con su decisión. Si sólo el agente está informado, el principal (los socios) seguirá su recomendación. Como los socios ostentan los derechos de control, tienen derecho o capacidad para revocar la decisión del administrador, pero, al delegar, se abstienen de hacerlo cuando éste tiene información supe-

rior<sup>11</sup>. Al producirse la delegación de la decisión, el agente tiene control real efectivo, aunque no tenga derechos de control, que corresponden legalmente al principal. Entonces, el agente buscará la información según los incentivos que tenga y tomará la decisión que le parezca, que responderá a su preferencia o interés privado. Elegirá el proyecto más beneficioso para él, y no el proyecto que hubieran preferido los socios.

La segunda alternativa es la de supervisar. En este caso, el gestor tiene que proponer la inversión al consejo y el consejo toma la decisión que considera mejor para los socios. El consejo ha de llevar a cabo un costoso proceso de “revisión” o supervisión para acceder a la información que ya tiene el gestor. Si tanto el principal como el agente están informados, el principal ejercitará sus derechos de control. Después de que el agente haya investigado para encontrar la información, el principal supervisa tal información, y hace un esfuerzo para averiguar cuál de los proyectos que ha encontrado el agente le interesa más. Pero es preciso tener presente que esta tarea es costosa para el principal.

Para incorporar esta idea en el modelo, podemos apreciar dos situaciones. En primer lugar, en un sistema de delegación, si el esfuerzo del agente da frutos y descubre el beneficio de los diferentes proyectos, elegirá el proyecto que le reporte los beneficios privados  $b$ . En segundo lugar, en un sistema de supervisión, una vez que el agente ha conseguido la información, el principal puede, haciendo a su vez un esfuerzo de supervisión  $E$  [con  $E$ ] ser capaz de distinguir entre A y B con probabilidad  $E$  a un coste  $C_E$ . Si el principal es capaz de distinguir entre A y B, elegirá siempre A.

Llegados a este punto, la siguiente cuestión que debemos considerar es cuándo el comportamiento deferente es productivo. ¿Qué opción es superior? ¿Delegar (siendo deferente) o supervisar (no siéndolo)?

Hay varios parámetros que van a influir en la conducta del principal. Lo interesante aquí es identificar cuándo la delegación o la deferencia es un instrumento valioso de cooperación, es decir, cuando la delegación va a resultar ventajosa para el principal.

*El primero es la alineación de intereses, medido por  $\lambda$ .* Se trata de averiguar si los intereses del principal y del agente tienden a coincidir o no. Si el proyecto con beneficios privados es muy probable que sea también el mejor para el principal, observaremos mayor deferencia. Este resultado es consistente con la confianza que el principal tiene en el agente, es decir, cuánto se fía de que sus intereses privados estén alineados con los del principal.

Naturalmente, la alineación de intereses va a depender de varios factores que afectan tanto al principal como al agente. Por parte del principal, la relación de confianza es más plausible cuanto mayor sea la concentración del capital, por ejemplo, si el gestor es un socio mayoritario. Por parte del agente, hay ciertas características de la persona del agente que permiten aumentar la confianza que el principal deposita en él/

---

<sup>11</sup> Philippe AGHION y Jean TIROLE, “Formal and real authority in organizations”, *Journal of Political Economy*, 105(1), 1997, pp. 1-29.

ella, como es el caso de las relaciones de amistad o los lazos familiares. O, aun siendo el agente un profesional externo, sin vinculación personal con el principal, pueden concurrir relaciones de colaboración con el principal de carácter profesional o comercial que favorezca al alineamiento. Podemos pensar en casos como empleados “de la casa”, que hayan trabajado en la empresa históricamente, o en el abogado de cabecera de la familia. Este tipo de relación es más propicia en sociedades cerradas, donde es habitual incluso que los socios sirvan también como administradores. La empresa familiar es un ejemplo paradigmático de este tipo de vinculaciones entre principal y agente. En cambio, cuanto más disperso sea el capital y más técnica o “profesional” la relación entre el principal y el agente, mayor será potencialmente la divergencia de intereses. La falta de coherencia de intereses plantea, no obstante, la cuestión de qué opciones tiene el principal para inducir que las preferencias del agente estén más alineadas con las suyas. Las grandes corporaciones utilizan la remuneración variable basada en resultados precisamente para alinear los objetivos del gestor con los de los socios (subir el valor de  $\lambda$ ). Esto es lo que se conoce como *incentivos*. Volveremos más adelante sobre esta cuestión.

*El segundo parámetro se refiere al coste neto de supervisar al agente para el principal.* Este coste neto tiene dos componentes. Primero, el coste directo  $C(E)$ , que el principal tiene que invertir para realizar la tarea de supervisión. Si hay mucha información asimétrica y es muy costoso supervisar habrá una mayor tendencia a la deferencia a través de la delegación, dando discrecionalidad al gestor. Segundo, el coste de oportunidad de delegar es la diferencia que existe entre el beneficio del proyecto A y el proyecto B:  $\Pi A - \Pi B$ . Cuanto mayor es esta diferencia, más importante es la decisión y más incentivos tendrá el principal a supervisar activamente.

Este resultado también es intuitivo. El esfuerzo está relacionado con el coste de la información. Lo habitual es que ese coste sea menor para el agente, que es profesional y experto, respecto al principal. La contrapartida es que, aunque tenga información, sus preferencias no están perfectamente alineadas con las del principal.

*Uniendo estas dos cuestiones, podemos concluir que el agente recibirá mayor discrecionalidad o deferencia para decidir por parte del principal cuando tenga mejor información que el principal y sus preferencias sean más parecidas o estén más alineadas con las del principal.*

*El tercer parámetro es menos intuitivo, o incluso, contraintuitivo, y tiene que ver con el coste de desautorizar al agente.* Los incentivos intrínsecos del agente para invertir esfuerzo en investigar e identificar los proyectos productivos están motivados por la extracción de beneficios privados. Si sabe que puede conseguir  $b$  tendrá más incentivos a realizar esfuerzo al coste  $C(e)$ . Si de antemano conoce que no va a gozar de discrecionalidad y que la supervisión *ex post* le va a apartar de su proyecto preferido, tendrá menos incentivos para esforzarse e implicarse *ex ante* en llevar la iniciativa empresarial.

En términos generales, el esfuerzo del gerente podría considerarse como cualquier inversión específica que no es contractable (no se puede fijar en el contrato entre principal y agente) que aumenta el valor de la empresa. Esta es una instancia

del problema del *hold-up*<sup>12</sup>: el gerente puede aumentar el valor de la empresa esforzándose, pero sus incentivos para hacerlo se ven reducidos debido al riesgo de que la supervisión o falta de deferencia por parte del principal trunque sus expectativas de beneficios privados.

Se podría pensar que este efecto indeseable de la supervisión estricta o no deferente se podría corregir a través de incentivos externos, como la remuneración, que compensaran la pérdida de los incentivos intrínsecos, como los beneficios privados. Lo que sucede es que hay veces que los incentivos intrínsecos son difíciles de sustituir. Los esquemas de compensación basados en la elección de proyectos son difíciles de implementar debido a la falta de verificabilidad (determinación *ex post* fiable también ante terceros) de los proyectos. Por lo tanto, ningún contrato puede garantizar que un gerente informado vaya siempre a elegir el proyecto preferido por los accionistas.

### 3. LA APLICACIÓN DEL MODELO PRINCIPAL-AGENTE A LA REVISIÓN JUDICIAL.

Las condiciones que hemos visto en relación con la delegación son muy relevantes para entender el surgimiento de instituciones económicas que están basadas en relaciones de agencia<sup>13</sup>. Hay relaciones principal-agente justamente porque el agente necesariamente debe realizar alguna labor que es valiosa para el principal y que, generalmente, y cada vez más en el mundo actual, tiene que ver con acceso a la información. Y todas estas relaciones comportan un cierto grado de delegación y supervisión, es decir, un determinado nivel de deferencia, que dependerá de la incertidumbre y la información asimétrica en relación con la elección de la decisión óptima. Por eso,

---

<sup>12</sup> Benjamin KLEIN, "The Hold-Up Problem", en Peter NEWMAN (ed.), *The new Palgrave dictionary of economics and the law*, Macmillan Reference Limited, 1998, pp. 241 ss. El problema del *hold-up* hunde sus raíces en los contratos incompletos y las inversiones específicas, que son inversiones muy valiosas dentro del contrato, pero poco o nada valiosas fuera del mismo. Surge cuando una de las partes del contrato se aprovecha de la falta de opciones externas o de salida disponibles para la contraparte para expropiarle la inversión cuasi-específica que había realizado. Por ello, ante el riesgo de *hold-up* habrá insuficiente inversión específica y se producirán transacciones ineficientes. El caso paradigmático para ilustrar este riesgo es el caso Fisher Body-General Motors de 1919. Sobre este caso, vid. Benjamin KLEIN, Robert CRAWDFORD y Armen ALCHIAN, "Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process", *Journal of Law and Economics*, 21(2), 1978, pp. 297-326. La empresa automovilística General Motors contrata con un fabricante externo para producir unas máquinas de estampado para la carrocería de los coches muy específicas, de tal modo que una vez fabricadas no servirían para ninguna otra marca de coches que no sea General Motors. Una vez realizada la inversión por parte de Fisher Body, el fabricante de las máquinas de estampado, se sustancia el riesgo de *hold-up*: el fabricante está a merced de la contraparte, encerrado en una relación de la que no puede salir. Así, General Motors le puede amenazar con reducir su demanda o incluso terminar el contrato si no se aviene a una reducción sustancial de los precios inicialmente convenidos.

<sup>13</sup> Kenneth J. ARROW, "The economics of agency", en John PRATT y Richard ZECKERHAUSER (eds.), *Principals and agents: the structure of business*, Boston, Harvard Business School Press, 1985, pp. 37-51.

el ámbito de las decisiones empresariales es el paradigma de las relaciones de agencia en el Derecho privado.

La cuestión que nos debemos plantear a continuación es si el modelo principal-agente con delegación/supervisión es trasladable a la revisión judicial y a otros ámbitos fuera del Derecho privado y societario. Según esta hipótesis, parecería que como el juez revisa la decisión adoptada por otra persona (el juez tiene que revisar si el administrador ha tomado la mejor decisión para el principal), se reproduce en el contexto judicial el modelo principal —agente porque el juez, al igual que el principal, tiene mejores incentivos que el agente para elegir la decisión óptima, pero peor información—. Llevando este razonamiento al extremo, se diría que este modelo se cumple en relación con el Derecho mercantil —el administrador actúa por cuenta de los socios, el principal, y el juez estaría alineado con los intereses de la sociedad o del principal—, y en el Derecho público —la administración actúa por cuenta de los ciudadanos y el juez está alineado con el interés del principal<sup>14</sup>—. Es verdad que hay una salvedad, porque el juez no es un principal propiamente dicho, sino a su vez otro agente que actúa o debería actuar en favor del principal. Es decir, los beneficios o perjuicios de la decisión adoptada por el juez mercantil o administrativo no repercuten directamente en la esfera patrimonial o personal del juez, sino en los socios de la sociedad mercantil o en la ciudadanía en su conjunto. Esto a su vez afecta a sus incentivos.

Para simplificar el análisis asumamos que el juez tiene sus intereses mejor alineados con el principal que con los agentes de la Administración. Entonces, se concluiría que el juez que conoce asuntos de Derecho administrativo o tributario, al igual que el juez mercantil, tiene peor información que la administración o la agencia tributaria o los administradores sociales y, por lo tanto, tiene un determinado incentivo para ser deferente con la decisión adoptada. Como consecuencia, la actuación judicial va a garantizar un amplio espacio de inmunidad o de discrecionalidad empresarial o administrativa.

Una vez establecidas las asunciones principales del planteamiento, correspondería testarlo. Para ello conviene ir por partes. En este apartado examinaremos la deferencia judicial según el modelo de delegación que hemos examinado más arriba. En el siguiente apartado indagaremos el papel del principal en dominar o reprimir los problemas o los costes de la relación de agencia en el Derecho privado a través de la contratación y los incentivos. Desde esta óptica, la revisión judicial, que en el entorno societario se realiza a través de los deberes fiduciarios, sería un mecanismo residual o de segundo orden para disciplinar al agente. Esto explicaría por qué la relación de

---

<sup>14</sup> Existen modelos más complejos que incluyen la delegación del principal (el Estado) al agente (los entes o agencias administrativas) y el papel de los tribunales como monitores. Considerando estos tres actores, los regímenes de Derecho administrativo varían en torno a tres dimensiones principales: el alcance de la delegación a las agencias administrativas, el ejercicio de autonomía o de discreción de las agencias y las prácticas judiciales de deferencia respecto a las agencias. Nuno GAROUPA y Jud MATHEWS, "Strategic Delegation, Discretion, and Deference: Explaining the Comparative Law of Administrative Review", *American Journal of Comparative Law*, 62(1), 2014, pp. 1-33.

agencia —basada en la delegación de los derechos de control del principal al agente— puede resultar eficiente en el ámbito privado. Pero no parece que los contornos de la relación de agencia que se entabla en el Derecho privado sean fácilmente trasladables o exportables al ámbito del Derecho público.

Primero partamos del supuesto de que la revisión judicial es un mecanismo de control de las decisiones del agente prestablecido por la ley, y actúa el juez en el interés del principal (los socios o los ciudadanos). La mayor o menor supervisión por parte del juez sobre la decisión del agente se puede analizar con el modelo de delegación que hemos estudiado más arriba. Así, el juez revisa las decisiones del agente, y le otorgará mayor deferencia o margen de discrecionalidad en función de los criterios que hemos analizado antes. En este contexto, el juez no decide si delegar o no la decisión (esto le viene dado) pero sí el nivel de deferencia en su revisión. El caso paradigmático de deferencia judicial en el ámbito societario es la *business judgement rule*, que se conoce entre nosotros como la regla de la discrecionalidad empresarial, a la que me referiré más adelante.

### 3.1. Alineamiento de las preferencias

De acuerdo con el modelo económico de delegación, la deferencia del juez será esperable que se produzca si hay alineamiento entre las preferencias del juez y las que éste atribuye al agente. Si pensamos en el ámbito societario, los jueces se han mostrado tradicionalmente deferentes con las decisiones de los administradores o los socios de control porque están sujetos a un mandato legal de perseguir el interés social (que vamos a identificar, aunque sea solo por simplicidad, con el interés del principal). Esto lleva a muchos juristas y jueces a presumir, probablemente de modo equivocado, que los incentivos de administradores o socios de control están alineados con el interés del principal —todos los socios—<sup>15</sup>.

Esta asunción abstracta fruto del dogmatismo jurídico y del optimismo legal -que podríamos extraer con la máxima “lo que la ley dice que debiera ocurrir, ocurre de hecho”- no es exclusivo de nuestro país, sino que también se percibe en otras jurisdicciones de nuestro entorno. Es consecuencia del conceptualismo y del dogmatismo jurídicos pensar que basta que lo diga la ley para que, automáticamente, admitamos que se cumple en la realidad de forma efectiva. Por ejemplo, es suficiente que la ley imponga un deber de lealtad, de diligencia, o de independencia al administrador para que se deduzca que los administradores en la realidad actúan de manera leal, diligente e independiente (porque lo exige la ley). Los deberes formulados por el legislador se transmutarían en conductas efectivas prácticamente sin más.

---

<sup>15</sup> Es paradigmático el caso descrito Simon JOHNSON, Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ DE SILANES y Andrei SHLEIFER, “Tunnelling”, 90 *American Economic Review*, 2000, pp. 22-27. Este trabajo estudia sentencias sobre expropiación de socios de control a los minoritarios en distintas jurisdicciones europeas y concluye que hay mayor tolerancia e impunidad que en el *common law*.

El problema de esta aproximación es que tiende a pasar por alto dos cuestiones básicas. La primera es que el *enforcement* es costoso y su diseño complejo<sup>16</sup>. Suponer que las normas o los contratos se van a cumplir de manera natural por el mero impulso normativo de la ley, implica aceptar que la aplicación de las normas va de suyo, como si fuera gratuita y automática. Es decir, basta con hacer responsable, por ejemplo, al administrador o que un acuerdo de la junta general sea impugnabile para asegurar que el administrador o el socio de control se ajuste al comportamiento deseable y ratificado por la ley. La teoría económica ha puesto de manifiesto que el nivel del *enforcement* es tanto, o incluso más importante que la calidad de las normas (*law on the books*)<sup>17</sup>.

La segunda es ignorar que el agente, por naturaleza y de manera estructural, tiene intereses privados que colisionan con los intereses del principal (como nos muestra el modelo principal-agente). De manera un tanto ingenua se daba por sentado que los administradores cumplirían sus deberes fiduciarios porque la ley establece un estándar general a tal fin (el art. 227.1 LS establece que “los administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad”). De hecho, la mayoría de los jueces y de los juristas académicos no han sabido concretar e identificar los conflictos de interés característicos de los administradores hasta que la ley española, recientemente, en 2014, y trayendo los grupos de casos de la regulación inglesa, los ha tipificado en la LSC (arts. 228 y 229)<sup>18</sup>. Llama la atención este retraso, porque los jueces ingleses y americanos tienen a sus espaldas una larga tradición —de décadas, tal vez siglos— elaborando doctrinas (por ejemplo, la regla “*no conflict*” inglesa, o las *corporate opportunities* americana) y construyendo grupos de casos. Tampoco la doctrina mercantil ha tenido por lo general interés o acierto en promover una mirada más realista —y menos dogmática— de las relaciones fiduciarias en nuestro Derecho.

Ahora bien, cuando el agente es la administración, tiendo a pensar que, en principio, las preferencias están en apariencia más alineadas con las del juez. *A priori*, pensaríamos que como el personal de la administración es profesional y desinteresado, porque está integrado por funcionarios públicos, como también lo es el propio juez, sus intereses están en línea con el principal —los ciudadanos—, y no estaremos ante graves o sistemáticos conflictos de interés. Y eso que el interés de la ciudadanía es más difícil de concretar y dilucidar que el interés de los socios de una sociedad (cuyo interés común es crear valor económico para la compañía, que se corresponderá con aumento de la cotización de las acciones). Esto explicaría una mayor deferencia en dar por buenas sus decisiones.

<sup>16</sup> Mitchell POLINSKI, y Steven SHAVEL, “The Economic Theory of Public Enforcement of Law”, *Journal of Economic Literature*, 38, 2000, pp. 45-76.

<sup>17</sup> El premio nobel Douglas NORTH lo expresa con claridad, en *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1991 (“*how effectively agreements are enforced is the single most important determinant of economic performance*”).

<sup>18</sup> Existen, no obstante, honrosas excepciones, vid. Cándido PAZ-ARES, “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *InDret* 4, 2003.

Con todo, debe tenerse en cuenta que los agentes que toman las decisiones administrativas que luego son eventualmente revisadas por los jueces pueden estar sometidos a instrucciones de carácter político, lo que conduce a que las preferencias de los agentes de la Administración no estén frecuentemente alineadas con las del juez o las del principal. En este contexto conviene separar dos situaciones. Por un lado, los supuestos de conflicto de interés, que hace referencia a la persecución de un interés privado —que puede ser personal o genuinamente político— que colisiona con el interés general de la ciudadanía o del principal. Por ejemplo, se acomoda el trazado de una carretera o la concesión de ayudas públicas para beneficiar a personas en particular. Por otro lado, también puede surgir la falta de alineación de preferencias que se puede deber a un sesgo o a una diferencia de criterio. Por ejemplo, la agencia tributaria puede dejarse llevar por un interés recaudatorio. En general, cuanto menos se fie el juez de los intereses “privados” de la administración, menos deferente será.

### 3.2. La asimetría de información.

El otro parámetro para medir la deferencia es la asimetría de la información o el conocimiento (*expertise*), debido a la complejidad de las cuestiones objeto de examen. Esta circunstancia puede derivar en una mayor deferencia hacia el agente, si tenemos en cuenta que reduce el esfuerzo que el juez debe invertir y tenemos presente que el juez debe distribuir su tiempo y esfuerzo entre todos los otros casos que debe resolver. El esfuerzo por parte del juez es costoso. Una de las maneras de reducir el esfuerzo del juez y facilitar en la práctica la actitud deferente es el formalismo. Es decir, debido a la asimetría de información el juez no entra a valorar el contenido sustancial de la decisión, sino que se limita a valorar indicios o señales —externos— que apuntarían a que la decisión es correcta.

Esta aproximación se evidencia en el caso de los conflictos societarios. Los jueces mercantiles evitan por lo general entrar en el fondo del asunto o de la disputa, y tratan de amparar sus decisiones en el cumplimiento de procedimientos formales y en la corrección técnica, más que sustantiva o de contenido, de la decisión. Desde esta óptica, cuanto más peso tenga en la ley el procedimiento “societario” frente a la valoración de la realidad de los conflictos de interés, más margen hay para la deferencia<sup>19</sup>. El agente únicamente tiene que ser escrupuloso con el cumplimiento formal

---

<sup>19</sup> La jurisdicción que se ha mostrado más reflexiva respecto al grado de deferencia de los jueces en relación con las actuaciones corporativas es la norteamericana. En Delaware, al evaluar la legalidad de los administradores o los socios de control, los jueces utilizan distintos estándares de revisión, siendo los más habituales la *business judgment rule*, *Unocal*, *Revlon* y el *entire fairness standard*. Todos los estándares de revisión pueden entenderse en el sentido de que describen tanto el objeto de escrutinio (el tipo de acto o de decisión) como el grado de deferencia que los jueces desean ejercer. Tales estándares están en una escala que va de lo más deferente (*the business judgment rule*) a lo menos deferente (*the entire fairness standard*). Es decir, el estándar menos deferente es el más riguroso y con mayor escrutinio porque entra en el fondo del asunto y analiza las motivaciones personales. Mientras que el standard más laxo o más deferente aplica un máximo respecto a la decisión adoptada siempre que haya buena fe, la decisión no este empañado

de las reglas procedimentales para que su decisión sea resistente a la revisión judicial. Esto en el ámbito mercantil es muy problemático, justamente porque es Derecho privado, por mucho que hayamos presenciado un proceso de institucionalización y un intento de someter su funcionamiento a una suerte de regulación mecánica y procedimental (o “administrativa”). Así, la creencia llevada al extremo (no simplemente como algo meramente funcional) de que la sociedad es una persona jurídica, ajena de alguna manera a las personas y los intereses diversos de los socios, y que funciona a través de “órganos”, despersonaliza y desprivatiza las relaciones privadas que están el sustrato contractual y económico de las sociedades.

En relación con la actuación judicial de los jueces administrativos tiendo a pensar que el procedimiento tiene más peso que en los tribunales civiles o mercantiles. Lo que facilitaría a los jueces ser deferentes, por comodidad, siempre que se cumplan las formalidades requeridas. Con todo, si hay conflictos o intereses personales en el trasfondo del asunto, un mayor control sobre las circunstancias de hecho sería conveniente.

### 3.3. El coste de desautorizar al agente

El tercer parámetro del modelo se refiere al coste de desautorizar al agente cuando se cuestiona una decisión empresarial o de negocio desde la perspectiva del deber de diligencia. La deferencia en este supuesto se conoce como la *Business judgement rule* (en adelante BJR) y trataría de evitar que la revisión *ex post* de las decisiones empresariales del agente tenga el efecto no querido de inducirle a evitar —en exceso— los riesgos. Piénsese que el principal —los socios— asumen el riesgo empresarial de la empresa a cambio de mayor rentabilidad de sus inversiones en la sociedad, pero el agente —el CEO— va a preferir ser excesivamente cauteloso, aún a costa de la rentabilidad, a fin de evitar su responsabilidad personal por falta de diligencia. La deferencia en el supuesto de las decisiones estratégicas y de negocio está relacionada con incentivar al agente a realizar inversiones específicas en la sociedad, a invertir en innovación y a asumir razonablemente los riesgos empresariales —lo que supone que a veces las cosas no salgan como se esperaba—. En un contexto de incertidumbre empresarial, el agente no va a esforzarse *ex ante* en informarse e identificar proyectos provechosos y rentables si se le va a responsabilizar de que, eventualmente, los rendimientos del proyecto “arriesgado” resulten negativos o peores de lo previsto. El

---

por conflictos de interés y sea informada. Melvin Aron EISENBERG, “The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law”, *Fordham Law review*, 62, 1993, pp. 437; William T. ALLEN, Jack B. JACOBS y Leo. E. STRINE, “Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law”, *The Business Lawyer*, 56, 2001, pp. 1287, 1297. Curiosamente, la reforma de la Ley de Sociedades de Capital ha tratado de acomodar de alguna manera tales estándares a la regulación societaria española (cuando en Delaware son estándares judiciales). Esto conduce a una procedimentalización de los mismos. El caso más llamativo es el del art. 190.3 LSC que al buscar replicar el *entire fairness*, reduce la exigencia de mayor escrutinio judicial (o la menor deferencia) del conflicto societario y sus motivaciones a la mera inversión de la carga de la prueba.

fracaso económico de los proyectos empresariales no es, por sí mismo, algo que debamos echar en cara al agente y responsabilizarle de ello. Por ello, la BJR promueve la inmunidad del administrador que asume riesgos medidos o “informados”, con independencia del resultado —bueno o malo—. El art. 226 LSC ha acogido en el 2014 la regla de la deferencia de las decisiones empresariales, que tiene su origen en la práctica judicial norteamericana.

En el Derecho de Delaware esta regla se configura a través de un estándar de revisión judicial deferente o más laxo que el llamado *fairness* o *entire fairness review*. Es decir, los jueces americanos aplican distintos grados de supervisión a diferentes decisiones societarias. La BJR hace referencia a una revisión deferente, que fiscaliza únicamente la corrección del proceso decisorio, frente a la revisión exhaustiva del fondo del asunto que implicaría el *entire fairness*. Se aplicará la BJR a las decisiones estratégicas y de negocio, adoptadas en el marco de la discrecionalidad empresarial siempre que no haya un incumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores y que el proceso decisorio no esté contaminado por falta de independencia o el interés personal del administrador<sup>20</sup>. *El aspecto más sustancial del deber de diligencia es que la decisión del Consejo de administración sea informada* (Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812, Del. 1984). La deferencia judicial está unida o correlacionada con el esfuerzo exigido a los administradores de informarse, de buscar la información adecuada y ejercitar un juicio instruido en el proceso decisorio. Como es muy difícil para el juez valorar y juzgar la diligencia o la oportunidad en la adopción de las decisiones empresariales, porque están sujetas a información experta y a incertidumbre, se obliga al agente a invertir en esfuerzo para informarse adecuadamente con carácter previo.

Una de las razones que avala la oportunidad de la discrecionalidad del agente, es decir, la revisión judicial deferente, más allá de suministrar los incentivos correctos para que el agente se esfuerce en identificar los proyectos deseables para el principal, tiene que ver con las limitaciones de los jueces para juzgar decisiones empresariales debido a las asimetrías de información y los sesgos cognitivos. El juez es susceptible de sufrir el sesgo retrospectivo, que se refiere a la tendencia a percibir que la probabilidad de que sucediera un evento o un resultado, una vez que sabemos que ha ocurrido- es mayor de la que era en realidad evaluando las cosas *ex ante*. Una vez que ha sucedido algo, solemos creer que habríamos predicho o tal vez incluso habríamos sabido con un alto grado de certeza cuál habría sido el resultado del evento antes de que ocurriera. El sesgo retrospectivo puede causar distorsiones de los recuerdos de lo que se sabía o creía antes de que ocurriera un evento, y es una fuente importante de exceso de confianza con respecto a la capacidad retrospectiva de un individuo para predecir los resultados de eventos futuros. En términos coloquiales podríamos convenir que el sesgo retrospectivo se puede sintetizar en la expresión: “a toro pasado, todos Manolete”. Así, *a posteriori* de que colapse la economía por una crisis financiera

---

<sup>20</sup> Para un análisis de la BJR, vid. Franklin A. GEVURTZ, “The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion?”, *California Law Review*, 67, 1994, pp. 287 y ss.

o estalle una burbuja inmobiliaria, tendemos a pensar que se venía venir, que era un resultado esperado y que había muchas señales que lo indicaban, cuando antes de que sucediera era un hecho incierto y dudoso. Este mismo sesgo puede atenuar el juicio del juez que supervisa *a posteriori* un proyecto empresarial que ha fracasado, culpando al administrador de falta de diligencia por un resultado negativo que era, con la información que se tenía *ex ante*, poco probable o altamente improbable que ocurriera. Por eso, la deferencia que impone la BJR obliga al juez a valorar si el proceso decisorio cumple con las exigencias de desinterés y de información, y no la oportunidad de la decisión propiamente dicha.

Más allá del Derecho societario, no me atrevo a trasladar un estándar de deferencia judicial al ámbito del Derecho administrativo. Me falta conocimiento para valorar cómo afecta éste y otros aspectos de la deferencia a la supervisión judicial —si existen ámbitos de impunidad, o un exceso de formalismo procedimental—, y cómo afecta a la eficiencia del proceso decisorio de la administración *ex ante*. No siempre las decisiones pueden estar protocolizadas, hay situaciones de incertidumbre en donde la discrecionalidad es valiosa (hay decisiones que tiene que tomar el Banco de España en una crisis financiera, o las administraciones pertinentes en una crisis sanitaria). *A priori*, parecería que, en relación con decisiones con margen de discrecionalidad, un excesivo control *ex post*, a la luz de los resultados, pudiera conducir *ex ante* a un exceso de cautela para no equivocarse, a una política de “gestión de daños” (se trataría de evitar riesgos, más que de avanzar soluciones reales o efectivas). Lo que pasa es que, en ocasiones, esta gestión puede ir por detrás de los acontecimientos, y resultar poco eficaz. Cuando la discrecionalidad importa, lo que se debería pedir a quienes toman las decisiones es que estén capacitadas (tengan el *expertise* necesario) y realicen un esfuerzo por disponer de toda la información pertinente a la hora de adoptarlas. Quizás los expertos en Derecho administrativo puedan aplicar este análisis, y extraer conclusiones más informadas.

#### 4. EL PAPEL DE LOS INCENTIVOS EN LA RELACIÓN DE AGENCIA

Hasta aquí las conclusiones que arroja el análisis del modelo principal-agente aplicado a la deferencia judicial, cuyas claves pueden contribuir a la mejor comprensión de la supervisión judicial tanto en el perímetro del Derecho privado como en los contornos del Derecho público. A continuación, es oportuno reflexionar acerca de si, en rigor, y más allá de su fuerza expresiva, cabe extrapolar de manera mecánica el modelo societario principal-agente al Derecho público para explicar la relación entre la administración y la ciudadanía. Me refiero a la fuerza expresiva porque la relación principal-agente ayuda a visibilizar y poner en evidencia los problemas de incentivos y de información asimétrica en entornos de discrecionalidad. Es posible que estos problemas se repitan en otros contextos y ámbitos del Derecho, pero hay algunas diferencias que lo hacen distinto fuera de las condiciones del Derecho privado.

Una de las virtudes del modelo económico principal -agente es que pone de manifiesto la importancia de los incentivos. El principal pretende que el agente contribuya en la creación del valor de la empresa. En el contexto empresarial, una definición de la contribución del agente, del CEO, es el incremento de la riqueza de los accionistas medida a través del mayor valor de las acciones de la empresa. Las conductas que el agente lleva a cabo para producir el resultado deseado es lo que llamamos “esfuerzo”. La manera más directa de entender el esfuerzo es pensando en conductas que los individuos no llevamos a cabo sin recompensa. En el caso del CEO, debemos pensar en “esfuerzo” no tanto en términos de horas trabajadas, sino más bien entendido como aplicarse y afanarse para promover los intereses de los accionistas, del principal. El problema aquí es que el agente se enfrenta a un conflicto de interés: puede tener intereses privados, por ejemplo, en “escaquearse” y ahorrar esfuerzo o en perseguir proyectos que sean valiosos para el agente (porque le reportan reputación, publicidad y mejoran su capital humano), pero no necesariamente lo han de ser para el principal, o incluso le puedan perjudicar. Así, podremos hablar de esfuerzo si persiguen proyectos que generen valor a los accionistas, en lugar de favorecer sus proyectos favoritos. Pues bien, lo que une el esfuerzo con la recompensa (entendida como aquello que nos importa, no sólo dinero) son los incentivos.

Dicho de otro modo, el instrumento más eficaz al alcance del principal para alinear al agente con sus preferencias es la contratación o la supervisión *ex ante*, en lugar de la revisión judicial *ex post*. Este es también el propósito del gobierno corporativo en el ámbito societario: suministrar mecanismos e incentivos —legales y extralegales— dispuestos para mejorar el proceso decisorio del agente y alinearlo con los intereses del principal<sup>21</sup>. El *governance* actúa por lo tanto en el límite de los contratos. Así, si ponemos el foco en las principales instituciones jurídicas que afectan al gobierno corporativo, veremos que el propósito es introducir incentivos que interactúan significativamente con factores extralegales (por ejemplo, la supervisión de los mercados de capitales) para que tengan efectos en la realidad<sup>22</sup>.

La idea que importa resaltar es que la revisión judicial de los acuerdos de la sociedad o de las actuaciones de los administradores que resultan en responsabilidad no es el único instrumento jurídico, ni siquiera el más eficaz, para disciplinar a los agentes y alinearlos con el interés de los socios. Y esto es así porque el *enforcement* judicial de la actuación del agente es muy compleja y presenta muchas limitaciones intrínsecas a la función de revisión *ex post* por parte de un tercero (debido, por ejemplo, a la información asimétrica, a la incertidumbre, a la falta de observabilidad de sus

---

<sup>21</sup> La calidad del gobierno corporativo y de los incentivos que suministra es relevante o “importa” para la creación de valor de las empresas, Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ DE SILANES y Andrei SHLEIFER. “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, 54, 1999, pp. 471-517; Lucian BEBCHUK, Alma COHEN y Allen FERRELL, “What Matters in Corporate Governance?”, *Review of Financial Studies*, 22(2), 2009, pp. 783-827.

<sup>22</sup> Robert P. BARLETT y Eric L. TALLEY, “Law and Corporate Governance”, en Benjamin HERMALIN y Michael WEISBACH (eds.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, vol. 1, 2017, pp. 177- 234.

acciones), y a otras muchas restricciones estructurales (como, por ejemplo, la calidad del servicio o el *expertise* financiero de los jueces). En cambio, un método efectivo de conseguir la disciplina del agente es que el principal, que tiene cierto poder sobre la relación a través de la contratación, lo ate en corto de antemano. Y esto es posible, y es importante no olvidarlo, porque al principal y al agente les vincula una relación contractual. En otras palabras, el principal tiene a su alcance la posibilidad de estructurar los incentivos adecuados para alinear la conducta del agente con la suya, esto es, para que se esfuerce en interés del principal.

Podemos pensar en dos mecanismos contractuales en manos del principal que funcionan claramente como incentivos eficaces en la relación fiduciaria. El primero actúa como castigo, o “palo”: el cese del agente. El principal delega los poderes de control al agente, pero al igual que lo puede nombrar, lo puede cesar de manera automática (o casi). El agente puede tender a actuar con cierta impunidad amparado en la asimetría de información y sabedor de que la supervisión es imperfecta. Pero lo cierto es que el principal puede cesarle fácilmente, sin causa, si se percata de que extrae rentas informacionales (aunque el comportamiento no sea observable o verificable), y este poder del principal condiciona y constriñe su actuación.

El segundo incentivo, y quizás el más poderoso, actúa como premio, o “zanahoria”: la remuneración, entendida en sentido amplio. A diferencia del cese, la remuneración tiene la ventaja de que no sólo reprime comportamientos indeseables (por ejemplo, actuaciones fraudulentas), sino que promueve comportamientos deseables. Desde esta óptica, anima al agente a perseguir acciones valiosas para el principal porque crean valor, en lugar de reprimir acciones perjudiciales, o que destruyen valor. El principal, los socios, no sólo quieren evitar perjuicios o daños a la sociedad, sino que además buscan que gane dinero y sea rentable. Para que la remuneración alinee efectivamente los incentivos del administrador con los intereses de los socios ha de estar compuesta por una parte variable ligada al valor de la empresa a largo plazo, como es el caso de las acciones o las opciones sobre acciones. Diseñar un paquete retributivo óptimo es complicado. Si, por ejemplo, los administradores van a cobrar sueldos fijos —independientemente del resultado—, contribuciones a fondos de pensiones y bonus ligados a métricas fácilmente manipulables como valores contables, la retribución servirá para retribuirlos, pero no como incentivo para reducir costes de agencia. Este es el caso de los administradores españoles, a quienes con frecuencia se retribuye como burócratas.

Los incentivos son esenciales para asegurar el cumplimiento, y mucho más si el cumplimiento no es observable, ni verificable, ni siquiera se sabe de antemano cuál sería el curso de acción deseable. Esto lo saben bien quienes se dedican profesionalmente a redactar contratos. Y esto hace que el juez juegue un papel menos importante o, al menos, debería jugarlo, porque buena parte de los riesgos o los costes de la relación están controlados o sujetos en el contrato. Adicionalmente, los incentivos o mecanismos del gobierno corporativo entrarían en acción cuando los contratos

fallan o se quedan cortos<sup>23</sup>. Justamente por eso el gobierno corporativo propiamente dicho importa, como se advertía en la introducción, en las sociedades cotizadas (y no así en las sociedades cerradas). Pongamos por ejemplo el diseño de la estructura y la composición del consejo de administración, que es uno de los pilares del buen gobierno. El *monitoring* o la vigilancia de la actuación del agente se intensifica mediante la estructuración del consejo como órgano de supervisión —y no estrictamente de gestión—. La entrada de consejeros independientes persigue fiscalizar internamente las decisiones del agente, sobre todo si son conflictivas. Naturalmente, si el consejo no goza de un grado de independencia deseable, el consejo va a ser deferente con la actuación del agente.

Una vez sentado que los incentivos contractuales y estructurales o de *governance* son esenciales para disciplinar los costes de la relación, pasemos a considerar la relación principal-agente en otros ámbitos del Derecho ajenos al Derecho de sociedades o al Derecho de contratos en general. Pensemos en los ciudadanos, que seríamos el principal, y la administración, que sería el agente, y en los incentivos capaces de alinear intereses. Se podría alegar que la analogía es persuasiva, pudiéndose formular del siguiente modo: existe una suerte de contrato social entre el ciudadano y el gobierno, que faculta a que los ciudadanos pueden cesar a sus gobernantes a través de los procesos electorales. Pero las similitudes son, de nuevo, más expresivas que sustantivas. Si ponemos la mirada en el Derecho público, no parece que los ciudadanos tengamos a nuestra disposición la panoplia de incentivos necesarios o aptos que nos permitiera estructurar óptimamente nuestra relación con la administración en términos de una relación fiduciaria propiamente dicha (sencillamente, porque no lo es).

Adicionalmente, en la relación ciudadanía-administración los intereses del principal como colectivo son difusos y difíciles de administrar, mientras que en la relación fiduciaria socios-administrador los intereses de cada cual están mejor definidos *ex ante* y son más fáciles de contratar y de implementar. En efecto, los intereses del principal o de la ciudadanía son más heterogéneos y más encontrados o conflictivos entre sí que los intereses de los socios como principal de una sociedad cotizada, a los que, a fin de cuentas, aunque tengan sus intereses privados o no compartidos con el resto (debido, por ejemplo, a distintos horizontes de inversión o al tamaño de la participación), les une el interés común (y concreto) de maximizar el precio de la acción. Adicionalmente, este interés común es, gracias al mercado, fácilmente medible en términos de cotización. En cambio, definir el interés común o agregado de una sociedad civil tiene más vectores, y además la falta de homogeneidad de intereses conlleva *trade-offs*, es decir, decisiones conflictivas porque favorecen el beneficio de unos a costa del sacrificio de otros. A esta diversidad de intereses se une que es más complejo de verificar si la administración o el poder político ha cumplido con las demandas de la ciudadanía. Esto conduce a que sea muy difícil para los ciudadanos, por un lado, diseñar incentivos efectivos para disciplinar en su interés —común— a los

---

<sup>23</sup> Oliver E. WILLIAMSON, “The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract”, *Journal of Economic Perspectives*, 16(3), 2002, pp. 171-195.

gestores-gobernantes, y por el otro, disponer de poder de actuación o de negociación para poderlos implementar y hacerlos cumplir.

Para concluir, cabría añadir una nota positiva a este relato de limitaciones y dificultades para disciplinar *ex ante* la relación entre la ciudadanía y la administración, derivadas de que no estamos ante una relación fiduciaria principal-agente propiamente dicha. Y es que, a falta de contrato, el *governance* juega un papel esencial para suministrar los incentivos adecuados a los agentes —la administración— para alinearse con la ciudadanía. En este sentido, sería oportuno focalizar los esfuerzos en diseñar mecanismos de control adecuados para rebajar los conflictos de interés de los agentes y establecer cauces eficaces para favorecer la rendición de cuentas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Philippe AGHION y Patrick BOLTON, “An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting,” *Review of Economic Studies*, LIX, 1992, pp. 473-94.
- Philippe AGHION y Jean TIROLE, “Formal and real authority in organizations”, 105(1), *Journal of Political Economy*, 1997, pp. 1-29.
- Philippe AGHION y R. HOLDEN, “Incomplete contracts and the theory of the firm: what have we learned over the past 25 years?”, *Journal of Economic Perspectives*, 25, 2011, pp. 181-197.
- Armen ALCHIAN y Harold DEMSETZ, “Production, information costs, and economic organization”, *American Economic Review*, 62(5), 1972, pp. 777-795.
- William T. ALLEN, Jack B. JACOBS y Leo E. STRINE, “Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law”, *The Business Lawyer*, 56, 2001, pp. 1287-1321.
- Kenneth J. ARROW, “The economics of agency”, in J. PRATT y R. ZECKERHAUSER (eds.), *Principals and agents: the structure of business*, Boston, Harvard Business School Press.
- Robert P. BARLETT y Eric L. TALLEY, “Law and Corporate Governance”, en Benjamin HERMALIN y Richard WEISBACH (eds.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, vol. 1, Amsterdam, 2017, pp. 177- 234.
- Lucian BEBCHUK, Alma COHEN y Allen FERRELL, “What Matters in Corporate Governance?”, *Review of Financial Studies*, 22(2), 2009, pp. 783-827.
- Adolf BERLE y Gardiner MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, Macmillan, 1932.
- Mike BURKART, Denis GROMB y Fausto PANUNZI, “Large shareholders, monitoring, and the value of the firm”, *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 1997, pp. 693-728.
- Melvin Aron EISENBERG, “The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law”, *Fordham Law Review*, 62, 1993, pp. 437 y ss.
- Eugene FAMA, “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy*, 88(2), 1980, pp. 288-307.
- Eugene FAMA y Michael JENSEN, “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 1983, pp. 301-325.
- Nuno GAROUPA y Jud MATHEWS, “Strategic Delegation, Discretion, and Deference: Explaining the Comparative Law of Administrative Review”, *American Journal of Comparative Law*, 62(1), 2014, pp. 1-33.
- Franklin A. GEVURTZ, “The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion?”, *California Law Review*, 67, 1994, pp. 287 y ss.
- Robert GIBBONS, “Lecture Note 1. Agency theory”, <https://web.mit.edu/rgibbons/www/903%20LN%201%20S10.pdf>
- Bengt HOLMSTROM, “On the theory of delegation”, No 438, Discussion Papers from Northwestern University, Center for Mathematical Studies in Economics and Management Science, 1980.

- <http://www.kellogg.northwestern.edu/research/math/papers/438.pdf>
- Michael JENSEN y William MECKLING, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, pp. 305-360.
- Simon JOHNSON, Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ DE SILANES y Andrei SHLEIFER, "Tunnelling", *American Economic Review*, 90, 2000, pp. 22-27.
- Benjamin KLEIN, "The Hold-Up Problem", en Peter NEWMAN (ed.), *The new Palgrave dictionary of economics and the law*, Macmillan Reference Limited, 1998, pp. 241 ss.
- Benjamin KLEIN, Robert CRAWDFORD y Armen ALCHIAN, "Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process", *Journal of Law and Economics*, 21(2), 1978, pp. 297-326.
- Thomas KUHN, *La estructura de las revoluciones científicas*, Fondo de cultura económica, México 1971.
- Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ DE SILANES, y Andrei SHLEIFER. "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, 54, 1999, pp. 471-517.
- Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ y Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RIO, *Lecciones de Derecho Mercantil*, Aranzadi, Cizur Menor, 2018, vol. I.
- Douglass C. NORTH. *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. Cambridge, Cambridge University Press, 1990.
- Cándido PAZ-ARES, "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo", *InDret*, 4, 2003.
- Mitchell POLINSKI y Steven SHAVEL, "The Economic Theory of Public Enforcement of Law", *Journal of Economic Literature*, 38, 2000, pp. 45-76.
- Maribel SÁEZ y María GUTIÉRREZ, "The law and economics of comparative corporate law", en A. AFSHARIPOUR y M. GELTER (ed.), *Comparative corporate governance*, Cheltenham, UK- Northampton, MA, USA, 2021, pp. 56 y ss.
- Fernando SÁNCHEZ CALERO, *Principios de Derecho Mercantil*, Aranzadi Cizur Menor, 2018, vol. I.
- Karsten SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, Köln, 1986.
- Oliver WILLIAMSON, "The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract", *Journal of Economic Perspectives*, 16(3), 2002, 171-195.