

La anomalía de la retribución externa de los administradores

Hechos nuevos y reglas viejas

Cándido Paz-Ares

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

*Abstract**

El presente trabajo aborda el estudio de un tema inédito en nuestra doctrina: la legitimidad de la percepción por los administradores de sociedades de retribuciones o ventajas satisfechas por parte de terceros —normalmente un accionista o grupo de accionistas— en atención o consideración de su cargo (“retribuciones externas”). La tesis fundamental es que las retribuciones externas tienen difícil acomodo en nuestro derecho debido: (i) a su difícil compatibilidad con algunas exigencias del deber de lealtad de los administradores, que afloran en la vieja normativa del mandato (art. 1720 CC), (ii) a su inconsistencia con el régimen de competencias legalmente previsto para diseñar y fijar la remuneración de los administradores, que en última instancia ponen de relieve la producción de externalidades no contratadas y la infracción del principio de relatividad de los contratos (art. 1257 CC), y (iii) al riesgo de balcanización que introducen o pueden introducir en el funcionamiento del consejo como órgano colegiado así como al impacto que están llamadas a tener sobre la deseable posición institucional de sus miembros. El desarrollo del argumento de la mano de la vieja doctrina del mandato permite también sacar a la luz y formular con la debida precisión las condiciones, cuya verificación puede redimir de la sombra a esta clase especial de retribuciones.

This paper deals with a subject that has not been addressed by our legal doctrine: the legitimacy of board members’ remuneration or benefits paid by a third party —usually a shareholder or group of shareholders— in consideration of their position as directors (“directors’ external remuneration”). Our fundamental thesis is that external benefits or rewards are difficult to reconcile with our legal system because: (i) their uneasy compatibility with fiduciary duties required of directors,, which are already present in the traditional regulation of mandate (art. 1720 of the Civil Code); (ii) their inconsistency with legal rules governing the competences for designing and determining the remuneration of the board, which ultimately highlights potential non-negotiated externalities and the infringement of the principle of privity of contracts (art. 1257 of the Civil Code); and (iii) the risk of balkanization that external remuneration introduces, or could introduce, into the functioning of the board as a collegiate body, and the potential impact that it could have on the desirable institutional position of its members. Our argument, developed in conjunction with the longstanding doctrine of mandate, allows us to formulate and illuminate, with sufficient precision, the conditions under which this type of remuneration could be brought back from the shadows.

Title: The anomaly about directors’ external retribution: new facts and old rules

Palabras clave: retribuciones externas, deber de lealtad, conflicto de intereses, externalidades, enriquecimiento injusto, competencias de la junta, activismo accionarial

Keywords: external remuneration, fiduciary duties, conflict of interests, externalities, unjust enrichment, general meeting’s competences, shareholders activism

* Este trabajo se inserta en el Proyecto de Investigación DER 2011-25237 (*Derecho mercantil y análisis económico del Derecho VI*), del que soy investigador principal. Agradezco las observaciones efectuadas y la ayuda prestada en la realización de este estudio por Fernando Pantaleón, Jesús Alfaro, Antonio Perdices, Dámaso Riaño y Jorge Carmona.

Sumario

1. El fenómeno de las retribuciones externas: planteamiento del problema y sistema de la exposición
2. El problema de la retribución externa en la dimensión obligatoria: doble lealtad y conflicto de intereses
 - 2.1. La regla “ningún conflicto” como exigencia del deber de lealtad de los administradores
 - 2.2. De la regla “ningún conflicto” a la regla “ningún beneficio”
 - 2.3. La regla “ningún beneficio” en la vieja doctrina del mandato
 - 2.4. Consecuencias de la infracción de la regla “ningún beneficio”: la obligación de repatriación del beneficio obtenido
 - 2.5. Breve referencia a las excepciones a la regla “ningún beneficio”: remisión
 - 2.6. Conveniencia de incorporar la regla “ningún beneficio” a la legislación societaria
3. El problema de la retribución externa en la dimensión organizativa: el margen de definición del interés social, distribución de competencias y externalidades
 - 3.1. La actualidad del debate
 - 3.2. La imposibilidad del conflicto y la vieja regla de la relatividad de los contratos
 - 3.3. Excurso sobre la noción de “interés social” y su papel en el contrato de sociedad
 - 3.4. Retribuciones externas y control de externalidades
 - 3.5. La autorización del conflicto y la necesidad de un acuerdo de junta
 - 3.6. El caso especial de los consejeros ejecutivos
4. El problema de las retribuciones externas en la dimensión funcional: “balcanización del Consejo” y reflexiones de gobierno corporativo
 - 4.1. La balcanización del Consejo
 - 4.2. La cuestión de la calificación de los consejeros como “independientes”
 - 4.3. El problema especial de los consejeros ejecutivos
 - 4.4. El problema en el caso de los consejeros dominicales. Referencia al problema vecino de la transferencia de la retribución interna al accionista
5. Consideración final: crítica del “argumento de la resignación”
6. Bibliografía

1. El fenómeno de las retribuciones externas: planteamiento del problema y sistema de la exposición

El objeto de estas líneas es ofrecer una primera aproximación a lo que, a falta de nomenclatura establecida, denominaré “retribución externa” de los administradores. Bajo esta expresión aludo a cualquier remuneración percibida por un administrador en atención a su actuación como tal y satisfecha por un tercero distinto de la sociedad, normalmente un accionista o grupo de accionistas (por contraposición, la remuneración abonada por la propia sociedad puede llamarse “retribución interna”). Se trata de un tema inédito en nuestra doctrina y seguramente poco conocido en la experiencia jurídica, no sé si por ser una práctica poco difundida o simplemente por carecer de denominación al no estar aún debidamente identificada como problemática. Sea como sea, lo cierto es que en la hora presente ha saltado a la palestra en las discusiones sobre el gobierno corporativo de las grandes sociedades. Las cuestiones que suscita son delicadas y merecen la atención del estudioso del derecho de sociedades tanto por la repercusión práctica que están llamadas a tener en el desarrollo de ciertas formas de activismo accionarial como por su alto interés teórico para el refinamiento de la dogmática societaria¹. Los hechos que motivan la reflexión aparecen o están apareciendo en la escena de las compañías cotizadas, tanto de estructura de propiedad concentrada como de estructura de propiedad dispersa. He aquí tres supuestos paradigmáticos:

- (i) el accionista de referencia de una sociedad asume el compromiso de satisfacer o de hecho satisface a los consejeros dominicales cuya designación ha promovido una asignación fija, adicional a la retribución que estatutariamente le corresponde con cargo a la propia sociedad, y una garantía de indemnidad;
- (ii) un *hedge fund* promete abonar a los consejeros independientes de la compañía en la que ha tomado una participación significativa un esquema de incentivos vinculado al *performance* de la acción de la sociedad en los próximos tres años; y
- (iii) la sociedad matriz extiende a los consejeros ejecutivos de una filial igualmente cotizada el plan de opciones sobre acciones que ha acordado establecer, suplementando de este modo la retribución que dichos consejeros perciben de la sociedad en la que prestan sus servicios.

Pues bien, como fácilmente se aprecia, lo específico de estos casos, todos ellos inspirados en experiencias reales, es que una parte de la retribución del administrador no es diseñada y satisfecha de manera centralizada por la sociedad, sino de manera descentralizada por una

¹ Como se ha dicho recientemente, “the simmering dispute around director compensation from third parties is the latest front in the growing war of influence being waged between activist hedge funds and corporate boards” [David GELLES (2013), “A Debate Over Paying Board Nominees of Activist Funds”, *New York Times* 26.11.2013, p. B1].

fracción de sus accionistas. Esta circunstancia constituye, cuando menos, una anomalía cuya relevancia jurídica conviene esclarecer. Mi hipótesis o conjetura es que debe recelarse de este tipo de retribuciones; más aún, que las retribuciones externas son de dudosa legitimidad desde el punto de vista legal. Para advertirlo veremos primero cómo se proyecta o interfiere la anomalía en el plano obligatorio de las obligaciones fiduciarias de los administradores y acreditaremos que las retribuciones externas resultan difícilmente compatibles con las exigencias derivadas del deber de lealtad, sin perjuicio de que puedan ser autorizadas o dispensadas por la sociedad (véase epígrafe 2). Seguidamente, analizaremos cómo impacta la anomalía en el plano organizativo de la distribución de competencias entre los órganos sociales con el objetivo de poner de manifiesto la dislocación del esquema de decisión contratado y las externalidades asociadas que produce (véase epígrafe 3). Más tarde, examinaremos la cuestión en el plano funcional, siendo este el momento oportuno para enjuiciar la práctica de las retribuciones externas desde la óptica del buen gobierno considerando las perturbaciones adicionales que introducen o pueden introducir en el funcionamiento del consejo como órgano colegiado y en la deseable posición institucional de sus componentes. En esta misma sección se hará una breve referencia al problema aparentemente —pero solo aparentemente— contrario de la transferencia de la retribución interna del administrador a la esfera externa del accionista (véase epígrafe 4). La exposición se cierra con una consideración final sobre las posibilidades y límites del derecho en la lucha contra la deslealtad corporativa (véase epígrafe 5).

En el curso del análisis, que desarrollaremos una vez más desde el ángulo contractual, podremos comprobar que la problemática planteada por los nuevos hechos puede tratarse satisfactoriamente con la ayuda de viejas reglas del derecho de los contratos, lo que —dicho sea de paso— no debe ser obstáculo para una clarificación expresa de su tratamiento en la legislación societaria². Aun cuando el motivo o pretexto del estudio viene dado por la aparición de ciertas fórmulas novedosas de remuneración en el ámbito del mercado de capitales, la reflexión desenvuelta tiene alcance general, y ello en un doble sentido: subjetivamente, porque no se ciñe a las cotizadas, sino que se extiende a toda clase de sociedades (cerradas o abiertas, de personas o de capitales, civiles o mercantiles), y objetivamente, porque no se limita a las modalidades retributivas convencionales, sino que abarca cualquier tipo de ventaja o beneficio patrimonial dado o prometido al administrador por un tercero en contemplación de su cargo.

² Las fechas en que se entregan a la imprenta estas páginas son especialmente propicias para ello. Subrayo dos datos relevantes: (i) el 17 de junio de 2013, la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación entregó al Ministro de Justicia la Propuesta de Código Mercantil (publicada por el Ministerio de Justicia en esa misma fecha), que abre la oportunidad para una discusión pública de estas materias; y (ii) el 1 de junio de 2013 se constituyó en la CNMV la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo encargada de proponer reformas legislativas y de revisar el Código Unificado para mejorar el buen gobierno de las sociedades [la misión y composición de dicha Comisión se recoge en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 10.5.2013, publicado mediante Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo (BOE 23-V-2013, pp. 39263-39265)]. Es de destacar que, con fecha 14 de octubre de 2013, fue publicado a través de la página web de la CNMV el [Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas](#) de dicha Comisión de Expertos, que —como se verá— se hace eco de la cuestión de las retribuciones externas en una línea similar a la ensayada en estas páginas.

Dos son las preguntas que nos ponemos, una positiva y otra normativa. La positiva es si el derecho dice algo sobre las retribuciones externas. La normativa, si debería decirlo. Aun cuando se trata de dos cuestiones distintas —no confundo lo qué es el derecho con lo que debería ser—, no pueden separarse radicalmente como postula la tradición positivista. Soy de los que piensan que lo qué debería ser el derecho es un elemento muy relevante desde el punto de vista argumentativo para determinar lo qué es el derecho. El derecho es autoridad —racionalidad—, pero también razonabilidad.

2. El problema de la retribución externa en la dimensión obligatoria: doble lealtad y conflicto de intereses³

Para analizar el problema desde el ángulo obligatorio de los deberes de los administradores, es bueno partir del caso seguramente menos grave o con el que intuitivamente procede ser más indulgente, típico de compañías con estructuras de propiedad concentradas, en la que abundan los consejeros dominicales. El primer supuesto antes enunciado puede servirnos de ejemplo de referencia. El *dominus* promete o de hecho satisface al consejero dominical cuya designación promueve una retribución adicional a la que le corresponde estatutariamente, incluida una garantía de indemnidad⁴.

2.1. La regla “ningún conflicto” como exigencia del deber de lealtad

Allí donde ocasionalmente se detectan, la experiencia muestra que estas prácticas se desarrollan con plena naturalidad, sin que los actores que intervienen en ellas o sus asesores se planteen siquiera la posibilidad de que puedan o deban ser objeto de reproche. El hecho de que carezcan de denominación propia denota —como advertía antes— que no están identificadas como problemáticas. Pues bien, si ahora afirmo que las retribuciones externas son de dudosa legitimidad incluso en el ámbito de los consejeros dominicales es porque entiendo que, antes que nada y sin perjuicio de otras objeciones procedimentales a las que se hará referencia más adelante (véase epígrafe 3), son censurables desde el punto de vista del deber de lealtad del administrador, cuya primera manifestación se condensa en la regla “ningún conflicto”. En virtud

³ Esta sección se basa en mi contribución al *liber amicorum* del Profesor Gómez Segade [PAZ-ARES (2013, pp. 281-292)].

⁴ Las modalidades de estructuración pueden ser muy variadas. La prensa se hacía eco recientemente de un caso límite interesante en el que podría suscitarse la duda de la existencia de retribución externa bajo una fórmula indirecta. La fórmula en cuestión puede ilustrarse simplificada así: el accionista A tiene una participación del 25% en la sociedad C, en la que ha designado 3 consejeros dominicales. A tiene la participación en C a través de un vehículo B, en cuyo consejo integra a los tres dominicales y les satisface una retribución por ello. No es claro en todo caso que esta modalidad retributiva deba recalificarse de retribución externa indirecta, pues el cometido de los administradores del vehículo puede tener autonomía respecto de su cometido en la sociedad cotizada.

de dicha regla subsidiaria, el administrador “resulta obligado a evitar situaciones objetivamente idóneas para generar conflictos de interés o conflictos de deberes” y, de no poder hacerlo, a actuar con transparencia y obtener la correspondiente dispensa de la sociedad⁵. La regla “ningún conflicto” tiene una función profiláctica y se justifica como una precaución frente al riesgo de que una persona sufra una influencia competitiva (derivada de sus intereses propios o de sus deberes frente a terceros) en la toma de decisiones sujetas a un deber de protección de intereses ajenos⁶.

Intuitivamente desde luego, la situación de doble retribución —interna y externa— parece dar lugar a una situación de esa índole, en cierto modo semejante a la que produce la “doble representación”. Inmediatamente evoca, en efecto, el viejo problema o dilema evangélico de servir a dos señores⁷. Es cierto que la retribución externa puede ser sólo eso y, que, como tal, no tiene que implicar la constitución de una nueva relación fiduciaria de mandato que venga a yuxtaponerse a la relación del administrador con la sociedad. No puede ignorarse, sin embargo, que la retribución externa crea un riesgo incrementado de generar o reforzar una nueva lealtad —al accionista que satisface la retribución—, eventualmente susceptible de colisionar con la lealtad debida a la sociedad. De hecho, desde un punto de vista empírico, uno tenderá a ver la retribución externa como un mecanismo de *enforcement* indirecto de la sumisión del consejero a las indicaciones y preferencias del accionista. La experiencia común enseña que “quien paga, manda”.

El riesgo no es, en absoluto, despreciable, y ante él parece que el derecho debe adoptar medidas razonables para conjurarlo o reducirlo. De lo que se trata es de crear un marco propicio para que el consejero actúe de manera independiente e imparcial persiguiendo lo que él mismo estime de buena fe es el mejor interés de la sociedad. La terminología no debe confundirnos. Es bien sabido que el deber de independencia —o, si se prefiere, el deber de desplegar un juicio imparcial en el ejercicio del cargo de administrador— no es exclusivo de los consejeros independientes; alcanza a todos los consejeros. Justamente por eso pienso que el tratamiento de la cuestión que nos ocupa debe ser igual para todos ellos, incluidos —conviene advertirlo— los consejeros dominicales, aunque ciertamente —como veremos en su momento (véase epígrafe 4.4)— su caso es el menos

⁵ PAZ-ARES (2007, pp. 36-37). El lector interesado en la estructura económica del problema puede consultar, en la literatura más reciente, la excelente síntesis de SITKOFF (2011, pp. 1039 y ss.). En la actualidad, la regla “ningún conflicto” se haya imperfectamente recogida en el art. 229 LSC. No obstante, de prosperar la propuesta de la Comisión de Expertos, las cosas se habrán clarificado notablemente. Entre las obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad, la letra e) del nuevo art. 228 LSC propuesto incluye la de “no ponerse, sin el consentimiento de la sociedad otorgado en los términos previstos en el artículo 230, en una situación en que los intereses del administrador, sean por cuenta propia o por cuenta ajena, puedan entrar en conflicto con el interés social y con sus deberes para con la sociedad” (Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas, p. 39).

⁶ Para un desarrollo de este punto, SMITH (2013, pp. 87 y ss.).

⁷ Mateo 6-24: “Nadie puede servir a dos señores; porque aborrecerá a uno y amará al otro; o bien se entregará a uno y despreciará al otro. No podéis servir a Dios y al dinero”.

grave⁸. Alguien podría decir que no pueden ponerse puertas al campo y rechazar el planteamiento efectuado apelando a la existencia de muchos otros condicionamientos en la designación de los consejeros que los vinculan a intereses distintos a los genuinos de la sociedad como tal (a los personales de fracciones de accionistas o de directivos por ejemplo) y que, sin embargo, no se estima dan lugar a conflictos justiciables. Convengo en que existen muchos factores de interacción informal que son intratables jurídicamente (sobre ello volveremos al final del estudio: véase epígrafe 5), pero, en mi opinión, el derivado de la retribución externa no lo es. Por eso digo que debe abordarse por el derecho.

2.2. De la regla “ningún conflicto” a la regla “ningún beneficio”

He recordado antes que del deber general de lealtad se deriva la regla “ningún conflicto”. Pues bien, ahora puedo añadir que de la regla “ningún conflicto” se deriva, a su vez, la regla “ningún beneficio”⁹. El administrador que realmente quiera evitar verse incurso en una situación de conflicto de interés o de conflicto de deberes no debe aceptar ningún beneficio de terceros asociado —directa o indirectamente— al cumplimiento de su cargo. La regla en cuestión, no hace falta decirlo, no se circunscribe a las ventajas patrimoniales ilícitas (sobornos o dádivas para lograr un determinado resultado), que obviamente no necesitan de un razonamiento especial para su proscripción, incluso ahora están tipificadas en el Código Penal¹⁰. La regla ha de

⁸ Como señaló el Tribunal Supremo en una vieja sentencia, dictada precisamente a propósito de un consejero dominical designado en virtud del sistema proporcional, “una vez nombrado, pasa a ser órgano al servicio de los intereses de la sociedad, no de los que lo nombraron” (STS 26.11.1969, Ar. 5833/1969). Distinta es la situación del representante en el consejo de una persona jurídica, que obviamente puede percibir sus honorarios profesionales de dicha persona jurídica; de hecho, es a ella a quien corresponde remunerarle, no a la sociedad. No obstante, en este caso estamos fuera del supuesto de la regla “ningún beneficio”, pues el representante persona física del consejero persona jurídica no es el administrador, aunque su *status* fiduciario se aproxime. El administrador es la persona jurídica y la responsabilidad como administrador recae sobre ella, razón por la cual puede impartir instrucciones vinculantes a su representante y retribuirlo como le parezca. El deber de independencia o imparcialidad se impone a la persona jurídica, no a la persona física. No hay que descartar, sin embargo, que en determinados casos de administradores fiduciarios en sociedades instrumentales pueda aplicarse una regla similar.

⁹ Sobre la genealogía y relaciones entre estas reglas, cuyos nombre se toma a préstamo de viejas máximas fiduciarias del *Common Law* —*no-conflict rule* y *no-benefit rule*—, v. el penetrante análisis de KERSHAW (2009, pp. 477 y ss.).

¹⁰ Recuérdese que el recientemente aprobado art. 286 *bis* CP dice así: “1. Quien [...] prometa, ofrezca o conceda a [...] administradores [...] de una empresa mercantil o de una sociedad [...] un beneficio o ventaja de cualquier naturaleza no justificados para que le favorezca a él o a un tercero frente a otros, incumpliendo sus obligaciones [...] será castigado con la pena de prisión de seis meses a cuatro años, inhabilitación especial para el ejercicio de industria o comercio por tiempo de uno a seis años y multa del tanto al triplo del valor del beneficio o ventaja./2. Con las mismas penas será castigado el [...] administrador [...] de una empresa mercantil, o de una sociedad [...] que, por sí o por persona interpuesta, reciba, solicite o acepte un beneficio o ventaja de cualquier naturaleza no justificados con el fin de favorecer frente a terceros a quien le otorga o del que espera el beneficio o ventaja, incumpliendo sus obligaciones [...]”.

extenderse a cualquier retribución aun cuando no obedezca a un “motivo corrupto”. En este sentido, conviene insistir en la idea de que estamos ante un *supuesto de peligro abstracto*. La razón por la que deben vedarse las retribuciones externas reside *in re ipsa*. El hecho mismo de recibir una ventaja es idóneo –desde el punto de vista de la coordinación de expectativas sociales- para debilitar la posición de autonomía y la libertad o independencia de juicio del consejero. “Los griegos no tenían una palabra para designar los cohechos porque todas las donaciones son cohechos. Los regalos se hacen teniendo en cuenta la correspondencia recíproca por favores”¹¹.

La racionalización de esta intuición común se halla en lo que los sociólogos denominan *norma de reciprocidad*, que expresa un conjunto de expectativas en virtud de las cuales la parte que allega un recurso a otra fuerza u obliga a ésta a retornarle el favor. Gouldner acuñó el concepto y destacó la importancia de la norma de reciprocidad: estabiliza los sistemas sociales, se proyecta sobre cualquier relación interpersonal y se aplica en todas las culturas¹². La fuerza de esta pauta social de comportamiento es fabulosa, y no se explica sólo por razones instrumentales, sino también por razones morales. Los economistas han primado el primer aspecto al conceptualarla como conducta estratégica (*tit-for-tat*) en las interacciones repetidas. Los psicólogos han subrayado igualmente el segundo aspecto al verificar que el proceso de interiorización de la norma y sus valores conduce a cumplir los deberes de reciprocidad sin observación o sanción exterior¹³. Esto se expresa en el refrán castizo “de bien nacido es ser agradecido”. La reciprocidad se presenta, así pues, como un medio y como un fin.

El peligro que se trata de paliar con la regla “ningún beneficio” y, en definitiva, con la prohibición de las retribuciones externas es justamente el peligro del agradecimiento, que puede materializarse en faltas conscientes o deliberadas, pero sobre todo –y aquí está el mayor riesgo– en faltas inconscientes de independencia o imparcialidad. En este sentido, es oportuno recordar los sesgos epistemológicos y deontológicos que produce incluso en personas honestas el sentirse en deuda con alguien. Dado que muchos hechos y juicios son maleables, la especial vinculación que crea la retribución externa introduce distorsiones cognitivas que pueden inclinarle a favorecer de buena fe al accionista que la satisface. Los estudiosos de esa disciplina emergente denominada *behavioral ethics* vienen señalando, a propósito justamente de decisiones adoptadas en escenarios de conflictos de interés más o menos difusos, que muchas actitudes no éticas en la vida social y de los negocios no son experimentadas como tales; son producto del desdibujamiento u oscurecimiento de la dimensión moral de una conducta o decisión

¹¹ NOONAN (1984, p. 687) *apud* ELSTER (1992, p. 302).

¹² GOULDNER (1960, pp. 161 y ss.).

¹³ La aceptación generalizada de la norma de reciprocidad induce al individuo a adoptarla como estándar personal para evaluar su propia conducta. La gente se siente bien consigo misma cuando hace lo correcto en virtud de la internalización de la norma y corresponde a quienes le beneficia. Este aspecto ha sido destacado en el trabajo de PERUGINI, GALLUCCI, PRESAGHI & ERCOLANI (2003, pp. 253-254).

inconscientemente provocada por el interés propio o del grupo (*ethical fading*¹⁴, *bounded ethicality*¹⁵, *motivated blindness*¹⁶, etc.).

2.3. La regla “ningún beneficio” en la vieja doctrina del mandato

Las consideraciones anteriores no son meramente especulativas. En realidad, no crean o inventan la regla, sino que ayudan a descubrirla en los intersticios de la regulación del mandato, el modelo por antonomasia de las relaciones fiduciarias. La regla “ningún beneficio” aflora, en efecto, en el art. 1720 CC *in fine*. Este viejo precepto debe entenderse, no sólo como expresión de la mecánica de la representación, sino también como manifestación del principio de lealtad o fidelidad que vertebra la figura. “El deber de lealtad —en palabras del profesor Díez-Picazo— impone que la única retribución que el representante puede recibir sea la que le satisfaga su representado”¹⁷. El mandatario, por tanto, no puede percibir ventajas —primas, comisiones o cualquier otra remuneración— de los terceros con quienes contrate en ejecución del mandato. Y si lo hace, el precepto le impone la obligación de “abonar al mandante cuanto haya recibido en virtud del mandato, aun cuando lo percibido no se debiera al segundo”. Debe aclararse —contra lo que a menudo se piensa— que lo que se recibe en virtud del mandato y no es debido al mandante incluye tanto los pagos de lo indebido realizados por el tercero al mandatario (que han de ser traspasados al mandante porque la acción de restitución del tercero la ostenta frente a él en virtud del efecto representativo directo o indirecto del mandato) como las ventajas indebidamente atribuidas por el tercero al mandatario en el curso de la realización del encargo. Ambos aspectos van unidos y pueden explicarse por la misma idea discursiva del *single owner*, que es una manera de pensar el resultado de los arreglos negociales entre personas separadas en un mundo con costes de transacción cero y, por tanto, de argumentar o justificar las reglas jurídicas que deben estructurar esas relaciones en el mundo real al objeto de maximizar los resultados de la cooperación¹⁸. Pues bien, en nuestro caso, este experimento mental exige eliminar de la ecuación al mandatario e imaginar que mandante y mandatario son, en realidad, una misma persona, el principal: “Lorsqu’il exécute son mandat, le mandataire est le mandant”. Consultando vieja literatura sobre el mandato, he encontrado el experimento ya hecho en un comentario particularmente lúcido de un tratadista belga, escrito precisamente a propósito del precepto napoleónico del que proviene casi *ad pedem litterae* nuestro art. 1720 CC:

¹⁴ BAZERMAN & TENBRUNSEL (2011, pp. 30-31).

¹⁵ BAZERMAN & TENBRUNSEL (2011, pp. 38-43).

¹⁶ BAZERMAN & TENBRUNSEL (2011, p. 137).

¹⁷ Díez-PICAZO (1979, p. 107).

¹⁸ El trabajo de referencia inexcusable en este punto es EPSTEIN (1993, pp. 556-557).

“Cette règle ne s’impose d’ailleurs pas seulement par des motifs d’ordre purement juridique (théorie de la représentation); elle a aussi cet avantage pratique de permettre d’exiger du mandataire la plus scrupuleuse fidélité dans l’exécution du mandat. Le mandat ne peut jamais, en d’autres termes, devenir une source de profits pour le mandataire dans les rapports de celui-ci avec les tiers. Lorsqu’il exécute son mandat, le mandataire est le mandant. Il ne lui est pas permis d’être à la fois le mandant et lui-même, au détriment de celui qui l’a chargé de le représenter. Aussi le principe consacré par l’article 1993 ne s’applique-t-il pas seulement au paiement de l’indu, mais encore aux avantages consentis par les tiers avec qui le mandataire a traité, ainsi qu’aux profits que le mandataire aurait pu personnellement réaliser à raison de l’exécution du mandat”¹⁹.

Bien puede afirmarse por ello que la norma del art. 1720 CC trata de evitar o paliar el incentivo perverso que tendría para el mandatario y para su deber de mirar por el interés del mandante la posibilidad de percibir beneficios del tercero, cuyos intereses pueden ser opuestos a —o, al menos, no ser convergentes con— los del mandante²⁰. Es obvio, por ejemplo, que si Cayo me encarga la venta de su casa al mejor precio y yo se la vendo a Ticio, que me paga una comisión o porcentaje sobre el precio, Cayo tiene todo el derecho a dudar de mi fidelidad, a dudar de que haya actuado en su mejor interés y, por tanto, a pedirme que repare el daño causado y, en todo caso, a exigirme que le abone la comisión indebidamente percibida (salvo naturalmente en el caso en que yo hubiera sido transparente y hubiese obtenido previamente su autorización para recibir una comisión del comprador). El conflicto de interés no se presenta de modo tan manifiesto en los supuestos que nos ocupan, pero se produce igualmente en todos ellos. Puesto que el mandato del administrador es un “mandato colectivo”, el administrador debe actuar de manera imparcial y con independencia de una fracción de los mandantes para apreciar el mejor interés del conjunto, no el mejor interés de la fracción que lo retribuye, ni siquiera el mejor *trade-off* entre el interés conjunto de todos los accionistas y el interés de la fracción²¹.

En definitiva, el art. 1720 CC *in fine* contiene un mecanismo apto para prevenir *ex ante* y compensar *ex post* las comisiones especiales “y demás atribuciones patrimoniales que sean aptas para influir sobre la voluntad del mandatario en perjuicio del mandante”²². La paradoja es que el

¹⁹ DE PAGE (1952, p. 416).

²⁰ Es cierto que, técnicamente, la regla del art. 1720 CC es más bien una regla de atribución que una regla de prevención [SMITH (2013, pp. 100-103)], pero ello no obsta para que de hecho despliegue una cierta función preventiva.

²¹ Para un desarrollo analítico de esta idea, me permito reenviar a PAZ-ARES (2011, pp. 710-715); asimismo puede consultarse en la revista electrónica *InDret* 4/2010, pp. 15-19.

²² La cita corresponde a ENNECERUS y LEHMAN (1966, p. 599) con ocasión de su comentario al § 667 BGB, equivalente a nuestro art. 1720 CC. En este contexto, resulta oportuno recordar que el art. 1720 CC no es una norma específica de nuestro derecho, sino que contiene una regla prácticamente universal del mandato (art. 1993 *Code Civil*, de donde procede casi al pie de la letra el nuestro, art. 1713 I *Codice Civile*, y el ya citado § 667 BGB, todos ellos de factura muy similar; en el derecho anglosajón es ilustrativa, por ejemplo, la formulación de la vieja *sect. 388 del Restatement (Second) of the Law of Agency* del American Law Institute (1958): “Unless otherwise agreed, an agent who makes a profit in connection with transactions conducted by him on behalf of the principal is under a duty to give such profit to the principal”, recordada precisamente a propósito de la retribución externa de los

principio que la Ley de Sociedades de Capital proclama expresamente (el deber genérico de lealtad), el Código Civil lo silencia. Y viceversa: la regla que el Código Civil —en nuestra lectura— proclama (la regla “ningún beneficio” o prohibición de retribuciones externas), la Ley de Sociedades de Capital la silencia. No obstante, es tan clara la interacción entre el principio y la regla y tan evidente la continuidad valorativa entre el modelo de regulación del mandato y la disciplina legal de los administradores, que el jurista no puede resistirse a importar la regla del mandato al ámbito societario²³. Puede afirmarse, en consecuencia, que el art. 1720 CC refuerza nuestra tesis de que los administradores —como mandatarios que son, con todas las cualificaciones que se le quiera poner a esta calificación— no pueden aceptar ventajas patrimoniales de terceros (en especial, de su *sponsor*) entregadas o prometidas en atención a su condición o actuación como administradores²⁴.

2.4. Consecuencias de la infracción: la obligación de repatriación del beneficio obtenido

Una vez asentada la regla “ningún beneficio” en el sistema, corresponde identificar rápidamente las consecuencias de su incumplimiento. La primera se proyecta sobre la propia validez del negocio. La infracción por el administrador de su obligación de no aceptar retribuciones o ventajas de terceros ligadas al cargo determinará normalmente la nulidad de la relación jurídica que haya podido establecerse con el accionista por ilicitud de la causa (art. 1275 CC). La razón de ello reside en que, en la normalidad de los casos, será difícil sostener que la falta del

administradores por BAINBRIDGE, en la entrada “[Hedge Funds Bonuses for Corporate Directors: Cunningham Enters the Fray](#)” (5.3.2013), disponible en su blog *Stephen Bainbridge's Journal of Law, Politics and Culture* [hago notar que el *Restatement (Third)* de 2006 no reproduce la regla tal cual, pero ésta se desprende de la *sect.* 8.06, según indica el comentario (e) a la *sect.* 8.02]. No obstante, debe indicarse que nuestra doctrina civilista tradicional no suele interpretar el art. 1720 CC en clave fiduciaria (regla “ningún beneficio”), sino exclusivamente en clave representativa (traspaso directo al mandante), lo que a mi modo de ver despoja a la norma de su sustancia ética [GULLÓN BALLESTEROS (1968, pp. 292-293), LACRUZ BERDEJO (1996, p. 235), SAMPONS DELGADO (1960, pp. 20-21), LEÓN ALONSO (1991, p. 1552), BERCOVITZ (2001, p. 1948) y GONZÁLEZ CARRASCO (2013, p. 1766); etc.]. El resultado es una lectura demasiado “benigna” del precepto, en el sentido de excluir del deber de devolución al mandante las cosas recibidas por el mandatario “en atención a sus propios méritos” (comisiones y ventajas indirectas); véase no obstante, en sentido más adecuado y en línea con la interpretación aquí propuesta, PÉREZ RALUI en las notas de derecho español que ha agregado a su traducción del libro de MINERVINI (1959, pp. 199-201). No hace falta decir que la doctrina comparada se orienta claramente en la misma dirección.

²³ Este *continuum* valorativo entre la relación de mandato y la relación de administración la venimos defendiendo en diversos trabajos y, especialmente, en PAZ-ARES (2008, pp. 351-360), también disponible en *InDret* 1/2008 (pp. 56-62) y (2011, pp. 709 y ss.).

²⁴ La idea de fondo aparece también en el art. 221 1º CC, que prohíbe al tutor recibir liberalidades de los causahabientes del pupilo. La norma no se ha entendido en nuestra doctrina, quizá porque no se ha vinculado a la problemática fiduciaria. Pero seguramente su lógica es fiduciaria: el tutor no puede recibir ventajas de los causahabientes del tutelado al objeto de evitar que en su gestión, que debe conducir contemplando únicamente los intereses del pupilo, pueda tener en cuenta sus intereses como futuros beneficiarios de la herencia. Agradezco la observación a Fernando Pantaleón.

administrador no se extiende y contamina al accionista, es decir, que no es una “falta común”. La nulidad servirá naturalmente para denegar las prestaciones en su caso prometidas, pero no autorizará a reclamar la restitución de la ventaja (art. 1305 CC). La hipótesis es más bien académica y escasamente relevante desde el punto de vista disuasorio y del control de conductas toda vez que, con frecuencia, estas relaciones no se formalizan jurídicamente, sino sólo socialmente (pactos de caballeros, tratos de favor, contratos implícitos, etc.) e incluso psicológicamente²⁵. El *dominus*, más que prometer una retribución, de hecho la satisface.

La infracción determinará, en segundo lugar, la responsabilidad del administrador frente a la sociedad por infracción de los “deberes inherentes al desempeño del cargo” (art. 236.1 LSC). La consecuencia será la obligación de resarcir a la sociedad los daños causados. Esta consecuencia tampoco parece especialmente relevante desde el punto de vista práctico, dada la dificultad de emprender la acción social y, sobre todo, cuantificar el daño²⁶.

Por ello, la medida más relevante consiste en repatriar a la sociedad el enriquecimiento indebidamente percibido. Esta es justamente la sanción prevista en el art. 1720 CC, que se revela especialmente oportuna dentro del instrumentario limitado de que dispone el derecho privado para desarrollar una función preventiva. Hace tiempo que vengo defendiendo que la devolución a la sociedad del enriquecimiento percibido por el administrador desleal es el remedio más efectivo para prevenir las infracciones del deber de lealtad (y, por ende, de la regla “ningún beneficio”) y el más útil debido a la dificultad y a veces imposibilidad de probar los daños en este terreno. En estudios anteriores he propuesto la aplicación a cualquier violación del deber de lealtad de la sanción específicamente establecida por los arts. 1683 CC y 136 C de C (véase también art. 288 II C de C) para la violación de la obligación de no competencia, que —como es sabido— tiene su norma matriz en el deber general de lealtad²⁷. Pues bien, ahora, al constatar que la regla del art. 1720 CC responde precisamente a esa idea, damos otro paso para cerrar el círculo²⁸. La idea básica es que todos los beneficios o ganancias que surgen o se obtienen con ocasión del desarrollo de una relación fiduciaria pertenecen al principal, a no ser que las partes

²⁵ Señalo, como curiosidad para el jurista, la categoría del “contrato psicológico”, basada en la utilización de recursos de *enforcement* de esa índole: DABOS & ROUSSEAU (2004, pp. 52-72).

²⁶ Sobre estos problemas endémicos del *enforcement* del deber de lealtad, PAZ-ARES (2007, pp. 52 y ss.).

²⁷ PAZ-ARES (1991, pp. 1420-1421; 2007, pp. 63-64); también, más detenidamente, PORTELLANO (1996, pp. 131 y ss.).

²⁸ En la misma línea, LLEBOT (1996, p. 70; 1996a, p. 93); y RIBAS FERRER (2010, p. 695). La solución también ha sido acogida o explicitada en la Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, Madrid 2013, p. 163 (art. 215-8.3) y, ahora, se refleja con toda nitidez en el Estudio de propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de Expertos (p. 39). La propuesta de nuevo art. 227.2 LSC reza así: “La infracción del deber de lealtad determinará no solo la obligación de indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento injustamente obtenido por el administrador”. Como se ha advertido ya, la idea de prevención no se emplea en sentido técnico —no es la función normativo-típica de la norma—, sino en sentido sociológico (véase nota 21).

hayan pactado otra cosa²⁹. Esto induce también al agente a revelar al principal cualquier situación de peligro para que éste pueda evaluarla y, en su caso, sanarla, como veremos a continuación.

2.5. Breve referencia a las excepciones a la regla “ningún beneficio”: remisión

La prohibición de retribuciones externas a los administradores —o la regla “ningún beneficio” de la que dimana— no es ciertamente una prohibición absoluta, sino una prohibición relativa, que admite dos excepciones, una material y otra procesal. La excepción material o de fondo se produce cuando, por su configuración y circunstancias, puede sostenerse que razonablemente el conflicto está excluido de antemano (es la excepción de “imposibilidad del conflicto”). La excepción procesal o de forma se verifica cuando el propio titular del interés protegido (en nuestro caso, la sociedad) dispensa a los administradores que tienen un interés potencialmente divergente y les permiten no obstante desempeñar su cargo; es decir, cuando la sociedad asume el riesgo que la regla quiere evitar (es la excepción de “autorización del conflicto”). Todo esto es sobradamente conocido en la doctrina del mandato, donde dichas excepciones han sido formuladas y desarrolladas precisamente a propósito de la prohibición del autocontrato³⁰, pero también lo es en la regulación de los conflictos de interés que ofrece el derecho de sociedades. Así, por ejemplo, la prohibición impuesta al administrador de realizar operaciones vinculadas con la sociedad cede cuando, por hacerse en condiciones estandarizadas previstas para la generalidad de los casos, queda excluida de antemano la posibilidad del conflicto de intereses³¹. El conflicto en este caso es imposible o, si se prefiere, no es razonable pensar que pueda originarse. Otro ejemplo nos lo brinda la prohibición de competencia, que impide a los administradores dedicarse, por cuenta propia o ajena, a las mismas actividades que la sociedad. La prohibición desaparece cuando el administrador obtiene la correspondiente dispensa de la sociedad. El conflicto ahora es autorizado (art. 230 LSC).

Estas excepciones, en el caso de la regla “ningún beneficio”, tienen una proyección práctica asimétrica. Mi conjetura es que la excepción material de la imposibilidad del conflicto, a la que podría apelarse —y de hecho se ha apelado— para justificar incentivos retributivos alineados con el interés social, como sucede en el caso de los *hedge funds* ilustrado en la introducción [véase *supra* letra (b) del apartado 1], apenas tendrá margen de aplicación. Y, en cambio, que la excepción procesal de la autorización del conflicto dispone de un amplio campo de juego. Las retribuciones externas, en efecto, podrán redimirse de la sombra cuando sean aprobadas por el

²⁹ SITKOFF (2011, p. 1049). De alguna manera, esta idea late también tras la poca afortunada redacción del art. 227 LSC, que prohíbe la utilización de la condición de administrador para obtener beneficios propios (agradezco esta observación a Jesús Alfaro).

³⁰ Por todos, Díez-PICAZO (1979, pp. 208 y 213).

³¹ Véase la recomendación 8 c) del *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, edición de la CNMV (2006, p. 20).

órgano social competente en materia retributiva. Así, por ejemplo, en el caso de la extensión del plan de *stock options* de la matriz a los consejeros ejecutivos de la sociedad filial [véase *supra* letra (c) del apartado 1], entendemos que la prohibición queda levantada con la aprobación de esa retribución por el consejo de la filial, en la que naturalmente no pueden participar los consejeros afectados (tanto los dominicales de la matriz como los ejecutivos beneficiarios). En cualquier caso, ahora me limito a señalar las conclusiones. El desarrollo del argumento que me lleva a ellas, no exento de alguna complejidad, se desarrolla en la sección siguiente (véase epígrafe 3).

2.6. Conveniencia de incorporar la regla “ningún beneficio” a la legislación societaria

La gestación de este trabajo ha coincidido felizmente con fechas muy propicias para la reforma del derecho de sociedades³². No estará de más por ello que aproveche esta ocasión para encarecer la necesidad de codificar con el debido nivel de detalle las reglas subsidiarias fundamentales derivadas del deber de lealtad de los administradores. Hace ya algunos años que vengo insistiendo en ello³³. En mi opinión, esta es una labor de importancia primordial para reforzar la eficacia del deber de lealtad y mejorar el buen gobierno de nuestras sociedades³⁴. El sólo hecho de que las normas de comportamiento estén especificadas o concretadas (i) incrementa la observabilidad y verificabilidad de las conductas indebidas facilitando el trabajo de todos los *enforcers* y, especialmente, de los jueces³⁵; (ii) ofrece pautas para orientar la conducta de los administradores; (iii) suministra amparo a los operadores para resistir presiones indebidas; y (iv) contribuye a la creación de una cultura corporativa adecuada, que en última instancia es el

³² Véase *supra* nota 2.

³³ Por ejemplo, PAZ-ARES, “Por un derecho de sociedades reflexivo”, *Expansión* 25.5.2002, p. 39.

³⁴ Esta indicación de política legislativa figuraba también entre las recomendaciones que la Comisión Conthe dirigió al Gobierno en su momento: véase recomendación complementaria 6 a), contenida en el Anexo II al Código Unificado de Buen Gobierno (“Se recomienda al Gobierno que haga más severo y eficaz el régimen de responsabilidad civil de los administradores desleales. Algunas de las posibles medidas que debiera estudiar a tal efecto son: a) una tipificación más precisa de los deberes de lealtad y de los procedimientos a seguir en caso de conflicto de interés”). La recomendación no encontró eco en la época en que se formuló (2006), pero afortunadamente tampoco cayó en saco roto. De hecho, la Propuesta de Código Mercantil de la Comisión General de Codificación fue muy receptiva (arts. 215-9 a 215-14), pero sobre todo lo ha sido ahora la Comisión de Expertos en su Estudio de propuestas de modificaciones normativas, pp. 39-40 (arts. 228 y 229 LSC).

³⁵ Se trata de un tema bien estudiado en el análisis económico del *rulemaking* [por ejemplo, KAPLOW & SHAVELL (1994, pp. 3 y ss.)]. Parece claro, por ejemplo, que la existencia de una prohibición expresa de competencia contenida en los estatutos sociales facilitó la condena de los administradores desleales en el caso resuelto por la STS 29.7.1994 (Ar. 6307/1994). Es cierto que la codificación de reglas subsidiarias derivadas del principio o estándar general de lealtad puede entrañar siempre costes de error y, en particular, de sobreinclusión. Pero esos costes son sin duda mucho menores que los costes de decisión. Limitar la regulación única y exclusivamente a la proclamación del principio general equivale a incrementar la incertidumbre y a dificultar la predicción del derecho, como sabemos por nuestra larga experiencia histórica. Las reglas subsidiarias simplifican la aplicación de los deberes fiduciarios [SITKOFF (2011, pp. 1043 y ss.)].

aspecto crucial. En estudios anteriores había ofrecido un listado de las reglas que debían ser objeto de codificación, pero en él faltaba una referencia a la regla “ningún beneficio”, en cuya importancia he reparado ahora³⁶. Quede, así pues, subsanada aquella omisión.

La formulación de la regla no ofrece mayores dificultades. Basta con consignar expresamente, entre las obligaciones derivadas del deber de los administradores de evitar ponerse en situaciones de conflicto de interés, la de abstenerse de percibir remuneraciones externas³⁷. La tarea se halla además facilitada por otras experiencias relativamente recientes, que ya han abierto la brecha y confieren *pedigree* a la propuesta. Me refiero, en particular, a la reforma llevada a cabo por la *Companies Act* británica de 2006, en la que se ha reservado un lugar propio y destacado a la regla “ningún beneficio”. He aquí los términos en que se pronuncia la *sect. 176*: “a director of a company must not accept a benefit from a third party conferred by reason of (a) his being a director, or (b) his doing (or not doing) anything as director”. “A ‘third party’ —agrega el precepto— means a person other than the company”. La norma inglesa completa la regulación recogiendo las consabidas excepciones a la regla: tanto la excepción material de imposibilidad del conflicto³⁸ como la excepción procesal de autorización del conflicto, que debe ser impartida por la junta general³⁹. Con eso parece suficiente⁴⁰.

³⁶ PAZ-ARES (2005, pp. 317-387; 2005a, pp. 54-72; 2007, pp. 33 y ss.).

³⁷ La formulación de la Comisión de Expertos del nuevo art. 229.1 LSC es muy sencilla: “En particular, el deber de evitar situaciones de conflicto de interés a que se refiere el último apartado del artículo anterior obliga al administrador a abstenerse de [...] e) Obtener ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad y su grupo asociadas al desempeño de su cargo [...]” (Estudio de propuestas de modificaciones normativas, pp. 39-40).

³⁸ “This duty is not infringed if the acceptance of the benefit cannot reasonably be regarded as likely to give rise to a conflict of interest” [*sect. 176 (4) Companies Act 2006*]. La propuesta de la Comisión de Expertos no recoge la excepción material de imposibilidad del conflicto en términos genéricos. En este punto se limita a salvar el supuesto específico de los regalos módicos o de cortesía, que es—como veremos— precisamente el único ejemplo con el que suele ilustrar la doctrina inglesa su excepción genérica (véase nota 91). La opción no me parece reprochable dada la dificultad de definir o acotar un campo de acción significativo para la excepción sin poner en peligro la competencia de la junta para definir el interés social. De ello nos ocuparemos con cierto detalle en la sección 3 siguiente.

³⁹ Esta es la conclusión que se desprende de la remisión a las reglas del derecho común realizada por la *sect. 180 (4) Companies Act 2006* en relación a la *sect. 176*. En la propuesta de la Comisión de Expertos la excepción procesal de autorización del conflicto se recoge en el art. 230.2 LSC (Estudio de propuestas de modificaciones normativas, p. 40).

⁴⁰ Como curiosidad, indicaré que la obligación de repatriar a la sociedad el beneficio indebidamente percibido no se ha incorporado expresamente a la normativa societaria inglesa. La omisión se justifica allí, pero no aquí. Mientras en Inglaterra nadie discute la existencia en el *Common Law* de una regla tradicional de devolución [por todos, TREITEL (2003, p. 746): “The agent must not without the principal’s consent accept a commission from a third party”; y si la acepta, “holds the bribe in trust for the principal”, que por ello éste puede reclamársela en cualquier momento), en España, como hemos comprobado, la interpretación del art. 1720 CC *in fine* defendida en estas páginas dista mucho de ser clara o pacífica (véase nota 22). En todo caso, no es precisa una norma especial

No hace falta añadir que la justificación de la regulación en la experiencia inglesa se hace descansar –según hemos comprobado en nuestra reflexión anterior– en la especial peligrosidad que pueden entrañar las retribuciones y ventajas externas para el adecuado cumplimiento del deber del administrador de desplegar en el ejercicio de su cargo un juicio independiente en el mejor interés de la sociedad (“duty to exercise independent judgment” contemplado expresamente en la *sect. 173* de la *Companies Act*) sin verse interferido o puesto en riesgo por las humanas inclinaciones. Como leemos en un celebrado manual de derecho de sociedades:

“the risk of such benefits distorting the proper performance of a director’s duties is so high that it is rightly thought to be proper to require authorisation from the shareholders in general meeting (even though that turns the rule into a near ban on the receipt of third-party benefits)”⁴¹.

3. El problema de la retribución externa en la dimensión organizativa: el margen de definición del interés social, distribución de competencias y externalidades

Sentada la doctrina general en el plano obligatorio, conviene ahora introducir una dosis más de complejidad en el análisis y proseguir la pesquisa proyectando el problema en el plano organizativo de distribución de competencias entre los distintos órganos de la sociedad. Para iluminar esta nueva vertiente del problema trasladamos la escena al campo de las sociedades con estructuras de propiedad dispersas y nos servimos del segundo caso paradigmático enunciado en la sección introductoria [véase *supra* letra (b) del apartado 1]: un *hedge fund* promete a los consejeros independientes designados en un contexto disputado un esquema de incentivos vinculado al *performance* de la acción⁴². De este modo ilustraremos la segunda objeción a las retribuciones externas, conceptualmente distinta de la primera, que se basaba en la captura del consejero y en la puesta en peligro de su deber de lealtad. Precisamente por ello tomamos como ejemplo la retribución externa de consejeros “independientes”.

3.1. La actualidad del debate

El ejemplo es de rabiosa actualidad en el mercado americano, en el cual los *hedge funds* han creado un nuevo “mercado de la influencia corporativa” que ha venido a yuxtaponerse al tradicional “mercado del control corporativo”. En el momento en que me puse a escribir estas

de devolución para el caso de las retribuciones externas; basta con la norma general prevista para cualquier infracción del deber de lealtad (véase nota 29).

⁴¹ DAVIES (2008, p. 575).

⁴² Esta es probablemente la última modalidad del activismo accionarial promovido por los *hedge funds*, cuya eclosión se produjo en la pasada década [ofrecen una excelente panorámica CHEFFINS & ARMOUR (2011, pp. 51 y ss.)].

líneas —mayo de 2013— se estaban produciendo dos episodios muy sonados, protagonizados por los fondos Elliot Management y Jana Partners⁴³. El caso de Elliot es particularmente ilustrativo. Elliot puso los ojos en Hess Corporation —una compañía petrolera con un valor en bolsa cercano a los 20 mil millones de dólares— por entender que estaba infravalorada debido a una *performance* histórica que, a su juicio, dejaba mucho que desear. Con el fin de aprovecharse de sus posibilidades de revalorización, Elliot adquirió una participación significativa de en torno al 4'5% de su capital y lanzó un *proxy fight* para captar votos en la junta general ordinaria a favor de la designación de los cinco candidatos a consejero independiente que proponía para cubrir otras tantas vacantes en el consejo. Lo interesante del caso es que en la campaña de obtención de delegaciones prometió pagar a cada uno de los candidatos 50.000 \$ por presentarse a la elección como consejeros y, a cada uno de los fueran elegidos y permanecieran en el consejo al menos un año, 30.000 \$ por cada punto porcentual en que el precio de la acción de Hess Corporation batiese o superase a lo largo de un período de tres años el precio nominal de una participación de igual valor en una cesta de acciones de otras empresas del sector, con un límite máximo de 9.000.000 \$ por consejero⁴⁴. El objetivo buscado con esta modalidad de retribución externa —replica aproximada de la magia del *carried interest* utilizada para estructurar las prácticas retributivas de *hedge funds* y *private equities*⁴⁵— era precisamente proveer a los consejeros de un potente incentivo para que supervisaran al *management* de Hess Corporation y reorientasen la estrategia de la compañía hacia la maximización del valor de la acción durante el período de referencia⁴⁶. En el

⁴³ Uno y otro son casos paradigmáticos en que los inversores activistas tratan de explotar una oportunidad de arbitraje, que se produce con el *monitoring gap* de los inversores institucionales, de ordinario inversores pasivos y reticentes. Para un lúcido examen del fenómeno que marca una nueva fase en la evolución de los mercados de capitales más maduros, GILSON & GORDON (2013, pp. 863 y ss.).

⁴⁴ Todo esto se detalla, con pelos y señales, en el *Proxy Statement del Annual Meeting of Stockholders of Hess Corp.* (2013), disponible en el página web de la SEC. El lector que sienta curiosidad y desee hacer el seguimiento de este caso puede ver, entre tantísimas noticias y comentarios, GILBERT & LUBLIN, “Board Pay Adds Fuel to Hess Battle”, *Wall Street Journal* 25.3.2013; POLSON, “Hess Says Singer Paying Board to Liquidate Oil Company”, *Bloomberg* 26.3.2013; CROOKS, “Hess and Elliot Management Fight Hots Up Ahead of Annual Meeting”, *Financial Times* 6.5.2013; etc. Más recientemente, con motivo de nuevos desarrollos, GELLES, “A Debate Over Paying Board Nominees of Activist Funds”, *New York Times* 26.11.2013, p. B1.

⁴⁵ El *carried interest* es una expresión taquigráfica para referirse a un esquema en donde las ganancias se dividen entre los inversores y los gestores del fondo, usualmente en una proporción 80/20. Una vez que los inversores han recuperado enteramente su inversión inicial, el sobrante—puro beneficio— se reparte en esos términos. De este modo, los gestores no son retribuidos por sus esfuerzos si el fondo no genera beneficios y reciben un aliciente muy poderoso para centrarse en incrementar el valor de la cartera de inversiones del fondo. La fórmula pulveriza los costes de agencia y, además, reduce el riesgo de manipulación y abuso [para una buena introducción, ILLIG, (2009, pp. 10 y ss.)].

⁴⁶ El caso de Jana Partners presenta un perfil similar. Jana adquirió alrededor del 7'5% de Agrium, una compañía suministradora de productos agrícolas de gran envergadura. Pues bien, sus cuatro candidatos para ser nombrados consejeros independientes —*outside Directors*— en un Consejo de 12 recibieron 50.000 \$ y además la promesa de compartir el 2'6 de la ganancia neta que obtuviera Jana con la inversión. Y si no fueran elegidos por la junta como consejeros, todavía tendrían derecho a recibir un 1'8% de dicha ganancia. Dado que la inversión del *hedge fund* andaba en torno a los 1.000.000.000 \$, es evidente que cualquier consejero podría obtener en un período de tres años millones o decenas de millones de dólares (DAVIDOFF, “Upping the Ante in a Play for a Stronger

folleto registrado para efectuar la solicitud pública de delegaciones Elliot declara que su única relación con los candidatos es la retributiva, y que estos no tienen ningún compromiso con el fondo y que no podrán ser revocados aunque su comportamiento no sea satisfactorio para el fondo. Por ello, los consejeros aparecen clasificados como independientes conforme a las reglas de la Bolsa de Nueva York (véase epígrafe 4.2).

No procede entrar en estos momentos en los detalles de las comunicaciones públicas que se cruzaron los insurgentes y los incumbentes —el equipo ejecutivo de Hess Corporation con su Presidente y consejero delegado a la cabeza⁴⁷—. Lo que ahora interesa subrayar es el vivo debate que se ha producido a propósito de este episodio, en el que han participado figuras prominentes del derecho de sociedades y del *corporate governance* procedentes tanto del mundo académico como del mundo profesional, incluido el mundo de los *proxy advisors*. En él encontramos posiciones encontradas —y enconadas— a favor y en contra de esta curiosa modalidad de activismo accionarial⁴⁸. De este debate —que el lector interesado ha de seguir por ahora en los blogs universitarios y periodísticos— destaco tanto un exceso de prejuicios políticos (no solo en los defensores del *status quo* del *management* sino también en sus oponentes, los partidarios del activismo accionarial de los *hedge funds*) como un defecto de análisis jurídico, que aquí es el que primordialmente interesa realizar. Así, por ejemplo, incluso los mayores detractores de este tipo de retribuciones externas parecen admitir su legalidad⁴⁹, lo cual —a mi modesto entender— dista

Board”, *The New York Times* 4.3.2013, p. B9; SCHMIDT, “Will Director compensation Be the next Target?” entrada del 11.4.2013 en el blog *The Securities Edge*).

⁴⁷ Ofrece una cronología detallada de la batalla Morrison/Foerster, “Hess Corporation and Elliott management Corporation. Chronology of Events Surrounding Proxy Contexts for Board Control”.

⁴⁸ ISS recomendó votar a favor de los candidatos de Elliott, lo que le valió una dura crítica de los incumbentes (“Hess Comments on ISS Report”, *Business Wire*, 5.3.2013). Le acusaron, en efecto, de traicionar sus propios principios (“ISS has betrayed its own principles”) porque, entre otras cosas, no son candidatos independientes, sino que están capturados (“beholden”) por Elliott, que les paga (más recientemente ISS ha reafirmado su postura en el documento “Director Qualification/Compensation Bylaws FAQs” (13.01.2014), disponible en www.issgovernance.com/files/directorqualificationcompensationbylaws.pdf). El contrapunto lo ofrece otro *proxy advisor*, Egan Jones, que recomienda votar a favor de los incumbentes. Los candidatos de los insurgentes no van a trabajar “en el mejor interés de la compañía” particularmente “por recibir compensación de Elliott, lo que afecta a su independencia de juicio. En el medio se sitúa Glass Lewis, que aconsejan votar a los candidatos de Elliott, aunque expresan sus reservas sobre la retribución externa, que ven como un “mal menor” (SIDER, “Proxy Firm Urges Hess Shareholders to Vote For Dissident Nominees”, *Euroinvestor*, 2.5.2013).

⁴⁹ Por ejemplo, Coffee afirma “Special bonuses to selected directors are not inherently unlawfull, nor are they fraudulent if full disclosure is made” (COFFE, “Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or Bribes?”, entrada en *Columbia Law School Blog on Corporations and the Capital Markets* 29.4.2013) Martin Lipton y otros seis socios de Wachtell asumen también la legalidad y por eso proponen a las sociedades que quieran blindarse frente la amenaza que suponen tales esquemas la adopción de una cláusula estatutaria que establezca la incompatibilidad para servir en el consejo de aquellas personas que sean parte de un esquema de retribución externa. Otros van un poco más allá al señalar “if this nonsense is not ilegal, it ought to be” (BAINBRIDGE, “Hedge Funds Bonuses for Corporate Directors: Cunningham enters the Fray”, en el blog *Stephen Bainbridge’s Journal Law, Politics and Culture*, 5.3.2013).

de ser claro, incluso en el supuesto de que hubiera de admitirse que los consejeros pueden seguir clasificándose como independientes⁵⁰. Para percatarse de ello será bueno reanudar el examen de la vieja regla del mandato “ningún beneficio”, pero esta vez desde el punto de vista de la heurística de sus excepciones que antes quedó simplemente enunciada (véase epígrafe 2.5).

3.2. La imposibilidad del conflicto y la vieja regla de la relatividad de los contratos

Como se indicó en su momento, la primera excepción a que está sometida la prohibición de retribución externa es la excepción derivada de la imposibilidad del conflicto de interés. Sabemos por la doctrina del mandato que las prohibiciones derivadas de la existencia de conflicto de interés —por ejemplo, la clásica prohibición del autocontrato o la regla “ningún beneficio” que ahora nos ocupa— decaen cuando el conflicto queda razonablemente excluido de antemano. *Cessante ratio legis, cessat lex ipsa*, podríamos decir una vez más. El caso de escuela es el del mandante que da el encargo de comprar 1000 acciones al precio de cierre de bolsa. Si el mandatario le vende las suyas propias por ese precio o recibe una comisión de un amigo suyo que las vende a ese precio nada hay que objetar. Como suele decirse, “el conflicto queda excluido si existe ya un contenido contractual totalmente predeterminado por el representado, de manera que el representante lo único que tiene que hacer es ejecutarlo”⁵¹. Pues bien, situados en esta perspectiva, hemos de analizar si una retribución externa diseñada como retribución variable en función de la evolución de la cotización o —como en el caso Elliot— en función del nivel de *outperforming* respecto de empresas comparables en la industria es apta para excluir de antemano el conflicto de intereses y, por consiguiente, encontrar abrigo en la excepción. Esta es la tesis de quienes patrocinan estas modalidades de activismo accionarial, porque entienden que el potente incentivo que provoca el *bonus* así diseñado produce un alineamiento perfecto de los incentivos de los administradores y los intereses de los accionistas que razonablemente elimina el riesgo de conflicto. El administrador no recibe ningún acicate para servir un interés extrasocial de quien le paga distinto del interés social de la sociedad y sus accionistas⁵². Esta posición —extendida entre los comentaristas de la prensa económica⁵³— goza también del respaldo de voces autorizadas en

⁵⁰ Esto seguramente es posible en Estados Unidos porque la independencia se predica del *management* y no de los accionistas significativos que no sean de control. No obstante, no es así en España, como veremos en su momento (véase 4.2).

⁵¹ Díez-PICAZO (1979, p. 213). El supuesto paradigmático en nuestra jurisprudencia es el del mandatario que realiza una donación al mandante y la acepta en su nombre. Difícilmente puede haber un conflicto en este caso, puesto que el beneficiario de la donación es el mandante, no el mandatario.

⁵² En su *Proxy Statement* registrado en la SEC, Elliot afirma: “Elliot believes that, by providing a payment tied entirely to the objective performance of the Company’s Common Stock as compared to those of its proxy peers, these arrangements support and appropriate alignment of the interests of the Nominees [...] with those of all Stockholders” (p. 27).

⁵³ Sirva como botón de muestra HELMAN, “[Elliot And Hess Trade Tit For Tat Ahead of Proxy Showdown](#)”, *Forbes* (13.5.2013): “I’m not clear on why shareholders would mind if a fellow shareholder wanted pay boardmembers out of his own for making moves that led to a higher return on their investments”.

el ámbito académico. Esta es, por ejemplo, la opinión del Profesor Cunningham, expresada justamente a propósito del caso Elliot:

“The bonuses seem surgically tailored to tie the payoff of Hess’s stock Price performance compared to competitors. That is intended to align the interests of those directors with those of the company shareholders. Elliot makes the promise at the outset and then has no role top lay afterwards, other than top lay up if milestones are met. No one is beholden to Elliot and the independence of those directors is not compromised”⁵⁴.

Este argumento en defensa de las retribuciones externas estructuradas como *bonuses* del tipo visto puede replicarse de dos maneras, una se centra en la sustancia y otra en el proceso. La estrategia comúnmente seguida en el debate ha sido la primera. Los críticos se han centrado en el fondo del asunto, arguyendo que, en rigor, un *bonus* como el propuesto no está alineado con el “verdadero” interés social (generalmente definido como creación de valor a largo plazo⁵⁵) porque (i) puede generar incentivos perversos para obtener ganancias a corto plazo en detrimento de un valor sostenible a largo plazo; (ii) puede estimular la asunción de riesgos excesivos (por ejemplo, apalancamiento de la compañía para incrementar el valor de la cotización, lo que la deja expuesta al riesgo de insolvencia en el próximo ciclo); (iii) puede promover la liquidación de activos o cualquier transacción extraordinaria no compatibles con políticas de sostenibilidad; etc⁵⁶. Esta estrategia argumentativa no es, a decir verdad, muy convincente porque conduce a una discusión interminable. Sin necesidad de afirmar nada, uno puede preguntarse si el incentivo a un mayor apalancamiento no es bueno para combatir los costes de agencia de la tesorería discrecional y crear más disciplina sobre los gestores; si estimular la asunción de riesgos no puede ser bueno para contrarrestar la tendencia conservadora de los *managers*, cuya aversión al riesgo debido a las inversiones específicas en la empresa no están alineadas con las preferencias al riesgo de accionistas que tienen diversificadas sus carteras; si alentar la liquidación de activos improductivos no puede ser bueno para mitigar los costes de agencia ligados a la “construcción

⁵⁴ CUNNINGHAM, “[Director Bonuses for Performance, Proxy Debate and the Bigger Picture for Hess](#)” en el blog *Concurring Opinions, the Law, the Universe, and Everything*, 23.5.2013. En los *proxy materials* registrados por Elliott con motivo de su campaña se recogen otras opiniones académicas en el mismo sentido. Por ejemplo, el Profesor Randall Thomas, de la Vanderbilt Law School escribe: “It’s a straightforward and objective incentive plan that clearly connects the interests of independent nominees with the interests of shareholders over the medium and long term”. La posición del Profesor Lawrence A. Hamermesh es similar: “The Elliott nominee compensation plan closely aligns the interests of those nominees with the medium and long term interests of Hess shareholders and has no impact on a director’s independence or ability to fulfill his duties to stockholders” ambos testimonios se recogen en la carta circular dirigida por Elliott a los accionistas de Hess, cuyo texto íntegro hemos consultado en la noticia “[Elliott Management Files Proxy Materials for Hess Shareholders](#)”, *Business Wire* (4.4.2013, pp. 6-7)].

⁵⁵ Esta es —dentro de la visión contractualista— la formulación más corriente (entre nosotros, la recomendación 7 del Código Unificado de Buen Gobierno, p. 17, que define el interés social “como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa”).

⁵⁶ Por ejemplo, las entradas de COFFEE, “[Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or Bribes?](#)”, *The CLS Blue Sky Blog*, 29.4.2013 o la *newsletter* de Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “[Shareholder Activism Update](#)”, 9.5.2013.

de imperios"; etc. No es mi propósito terciar en esa discusión de fondo, aunque debo reconocer que siempre he tenido cierta prevención frente al argumento de cortoplacismo y la miopía, frecuentemente invocado retóricamente por los *managers* con fines defensivos y, a lo que parece, carente de base empírica⁵⁷. Bajo principios elementales de la teoría de las finanzas, incluso los inversores a corto plazo tienen un incentivo a maximizar el valor de la empresa a largo plazo, porque el mercado tiende a anticipar al presente el futuro, con todas las imperfecciones que se quiera. Como dijo hace ya algún tiempo el Profesor Arruñada, "la capacidad de un mercado de valores competitivo para descontar el largo plazo es, cuando menos, similar a la de los directivos, lo que reduce la credibilidad de esa discrepancia interesada"⁵⁸. Aun asumiendo —como debe asumirse— que los mercados de capitales no son tan eficientes como alguna vez se creyó y que muchos de sus agentes tienen horizontes de inversión cortos, el argumento del cortoplacismo —que es el argumento principal contra el llamado "activismo accionario" — está lejos aún de ser persuasivo y justificar medidas de protección o blindaje frente a él. La literatura más reciente y acreditada ofrece evidencia empírica razonable para ponerlo en cuarentena⁵⁹.

Pero, como decía, no es esto lo que interesa. Si el debate se centra en el fondo del asunto se pierde el foco de la cuestión relevante desde el punto de vista jurídico. Las retribuciones externas —esta o aquella clase de retribuciones externas— no plantean una cuestión sustantiva de política empresarial, sino una cuestión de procedimiento para determinarla en un universo pluralista de preferencias. En otras palabras, la cuestión no estriba en discernir si los *bonuses* de Elliot u otras modalidades retributivas externas que podamos ver en la práctica son o no conformes al interés social *in abstracto*, sino en decidir quién tiene la competencia para definir en materia retributiva el interés social *in concreto*. Por ello, la cuestión de si se verifica el supuesto de la excepción de

⁵⁷ Como dice ZINGALES, "while popular, I do not know of any empirical support for this view" [ZINGALES (2009, p. 415)].

⁵⁸ ARRUÑADA (1990, p. 148). ANDERSON, "Profesorial Proxy Fight!", blog *Witnesseth: Law, Deals, & Data*, 13.5.2013: "the fundamental question is whether incumbent managers' performance is more accurately priced by the managers themselves or by the market".

⁵⁹ Destaco el magnífico papel de BEBCHUK (2013), a propósito del cual ha escrito Jesús Alfaro una interesante entrada en su blog *Derecho Mercantil*: "[¿Qué es peor, el cortoplacismo o blindar a los administradores?](#)", 29.4.2013. También resultan muy ilustrativos, desde otros puntos de vista no empíricos, ROE (2013); FRIED (2012). Más recientemente ha aparecido un nuevo estudio de BEBCHUCK, BRAV & JIANG (2013), "[The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism](#)", disponible en *Columbia Business School Research* (17.09.2013), en el que, tras el análisis de 2.000 intervenciones de *hedge funds* activistas, acredita con evidencia sistemática que despliegan una influencia positiva en los rendimientos a largo plazo (de gran interés es también BEBCHUCK, BRAV & JIANG, "[Don't Run Away from Evidence: A Reply to Wachtell Lipton](#)", entrada en el blog *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* 17.9.2013), que formula una elegante crítica del planteamiento de la célebre firma de abogados. La réplica de éste no se ha dejado esperar [LIPTON, "[Empiricism and Experience; Activism and Short-Termism; the Real World of Business](#)" (25 de octubre de 2013)], pero resulta poco convincente. No desarticula el argumento empírico de Bebchuk; se limita a amalgamar las conclusiones de una serie heterogénea de estudios de distinta edad y significación, sin valorar sus hipótesis y metodologías desde el punto de vista científico. Seguro que habrá "dúplica" de Bebchuk. En todo caso tendremos que seguir el debate general sobre el *Short-Termism*, que promete avivarse en el futuro próximo.

imposibilidad del conflicto no puede zanjarse con la discusión sobre el fondo (si es bueno, malo o regular el incentivo). La razón de ello es bien simple: la determinación de si existe o no conflicto —de si existe convergencia o divergencia de intereses— depende analíticamente de una cuestión previa, cuál es la determinación del interés social, y el interés social en materia de política retributiva de los administradores no puede definirlo sólo una fracción de accionistas, sino que ha de hacerlo el conjunto de los accionistas por mayoría. Éste es el verdadero *punctum dolens* de las retribuciones externas (sean de la clase que sean, creen incentivos cortoplacistas o largoplacistas) en el plano organizativo: mina las prerrogativas de la sociedad y sus órganos para diseñar y establecer la política de retribución de los administradores. Si la retribución externa es buena, mala o regular para el interés social es algo que no corresponde valorar al consejero que la percibe (el “agente”), ni al accionista que la paga (el “tercero”), sino a la propia sociedad a través de sus órganos (el “principal”). Como se recordó en un apartado precedente, incluso una persona que actúe de buena fe se ve afectada con frecuencia por el desdibujamiento u oscurecimiento de la dimensión moral de su conducta que provoca inconscientemente el interés propio (véase epígrafe 2.2). Este es precisamente el punto que de alguna manera nos traslada el comentario oficial a la *sect. 8.06 del Restatement (Third) of Agency* de 2006 (que consagra la regla “ningún beneficio” en términos similares al art. 1720 CC) en el siguiente paso:

“Although the agent may believe that no harm will befall the principal, the agent is not in a position disinterestedly to assess whether harm may occur or whether the principal’s interests would be better served if the agent did not pursue or acquire the benefit from the third party. Only the principal can assess the potential impact in the principal’s interests of an agent’s anticipated receipt of a material benefit to be furnished by a third party”⁶⁰.

3.3. Excurso sobre la noción de “interés social” y su papel en el contrato de sociedad

Antes de rematar el razonamiento, he de pedir al lector que me permita abrir un paréntesis e intercalar un pequeño excurso sobre el peculiar *status* del concepto de “interés social”, que creo puede iluminar el núcleo del argumento que estoy tratando de desarrollar. Formularé algunas consideraciones en este apartado separado, que pueden ser pasadas por alto por quien prefiera recorrer el texto en línea recta yendo directamente a la conclusión en el apartado 3.4.

a) La primera consideración —la que fija el punto de partida— es para indicar que el concepto de “interés social” es un concepto contestable, más aun, esencialmente contestable⁶¹. La contestabilidad es una forma de indeterminación distinta de la ambigüedad y de la vaguedad.

⁶⁰ Justamente por ello, no parece oportuno consagrar expresamente en materia de retribuciones externas la excepción material de imposibilidad del conflicto, a diferencia de lo que ha hecho el legislador inglés, que —como se recordará— ha precisado que la prohibición de retribuciones externas cesa si su aceptación “cannot reasonably be regarded as likely to give rise to a conflict of interest” (véase nota 39).

⁶¹ La noción procede de GALLIE (1955, pp. 167 y ss.). Afirmaba Gallie que existen ciertos conceptos “cuyo uso apropiado inevitablemente implica disputas interminables sobre su uso apropiado por parte de sus usuarios” (tomo la referencia del trabajo de Waldrom citado en la nota siguiente).

Los filósofos utilizan la expresión para referirse a la propiedad de aquellas palabras que necesariamente son imprecisas o indeterminadas porque el desacuerdo es central para su uso y para el funcionamiento de las instituciones en que se usan⁶². El significado de un término proviene normalmente de la existencia de consenso entre sus usuarios, que convienen en utilizarlo en un determinado sentido. Ahora bien, existen ciertos términos cuyo significado no está vinculado tanto a la existencia de consenso como a la existencia de disenso o controversia⁶³. Esto es, según creo percibir, lo que ocurre con el siempre huidizo concepto de “interés social”. Todo el mundo está de acuerdo en que las estrategias y decisiones empresariales han de ser conformes al interés social, pero deja de estarlo cuando tiene que definir el concepto para pronunciarse sobre la conformidad de esta o aquella decisión con él⁶⁴. Es la propia contestabilidad del término “interés social” lo que incita a la comunidad de juristas y operadores a examinar continuamente qué decisión resulta aceptable en la vida societaria. El desacuerdo es, en cierto modo, indispensable para la utilidad del término en la experiencia mercantil. Nada hay de malo o de erróneo en que la gente discuta —dentro de un rango de opciones más o menos extenso— sobre el significado del interés social⁶⁵. La retribución propuesta por Elliot revela de manera paradigmática el desacuerdo sobre el rasero del interés social utilizado para enjuiciarla. Como hemos visto, sus partidarios sostienen que es la expresión misma del interés social en materia retributiva y sus detractores, justamente lo contrario, por eso la tildan de cortoplacista y miope.

Pero el interés social subjetivamente entendido (el interés social analizado desde el punto de vista del participante) no es el interés social jurídicamente relevante (el interés social valorado desde el punto de vista del observador externo, el juez en nuestro caso). En el primer caso, la preocupación está en definir el contenido. En el segundo, los límites. El participante sostiene que su punto de vista debe prevalecer frente al del oponente. El observador externo sabe, en cambio, que no es así y piensa para sus adentros: “ese participante —o cualquier otro— cree que va a vencer en la controversia, pero debería saber que la cuestión no puede ser zanjada, que nadie va a ganar la disputa”⁶⁶. Caben dos intereses sociales distintos siempre que sean comunes a todos a los socios⁶⁷. Esto es precisamente lo que nos enseña la experiencia jurídica. Sabemos que cualquier juez sensato considerará que un sistema retributivo basado en un *bonus* a tres años referenciado a la evolución comparativa de la cotización con una cesta de acciones de compañías

⁶² WALDROM (1994, p. 526).

⁶³ WALDROM (1994, p. 530).

⁶⁴ No me refiero ya al debate entre la visión institucionalista y la visión contractualista [que por cierto tampoco está zanjado por la ley: PAZ-ARES (2007, pp. 122-124)]. Incluso dentro de cada orientación, el término es contestable.

⁶⁵ WALDROM (1994, p. 531).

⁶⁶ WALDROM (1994, p. 534).

⁶⁷ COUTINHO DE ABREU (2002, p. 42).

comparables es tan compatible con el interés social como una retribución fija u otra variable con un horizonte temporal más largo. Como participante tendrá sus preferencias, pero como juez no puede dictar un veredicto. De hecho, no estaríamos discutiendo en términos jurídicos —sino sólo en términos de política empresarial y de buen gobierno— si el *bonus* propuesto por Elliot para sus candidatos a consejero independiente hubiese sido adoptada por la junta general para el conjunto de los consejeros independientes. Nadie en sus cabales afirmaría que la decisión de la junta concediendo a los consejeros *bonuses* tipo Elliot sería impugnable por contrariedad al interés social.

b) Esto nos lleva a la segunda observación, y es que, más allá de alguna directriz genérica (por ejemplo, maximización del valor de la inversión), lo que en verdad resulta relevante desde el punto de vista jurídico no es la fijación del contenido del interés social en cada caso —que daría lugar a una disputa interminable—, sino del procedimiento para determinarlo⁶⁸. Siendo un concepto esencialmente contestable, el interés social no puede definirse sustantivamente, sino procesalmente: el interés social es el que en cada ocasión determina la mayoría de accionistas mediante la agregación de preferencias individuales. Hablo de la mayoría de accionistas porque la competencia para definir el sistema de retribuciones de los consejeros externos corresponde a la junta (*ex art. 217 LSC*); en el caso de que correspondiese al consejo, como en mi opinión ocurre con la retribución de los consejeros ejecutivos, hablaría -y hablaré- de la mayoría de consejeros (véase *infra* 3.6).

Lo anterior significa que el interés social no constituye un *Grundordnung* (un orden fundamental a descubrir e implementar), sino —a lo sumo— un *Rahmenordnung* (un orden marco a respetar en los términos que luego se dirán). Los que entienden o presuponen que constituye un orden fundamental parten de la premisa (con frecuencia subconsciente o escasamente racionalizada) de que, en realidad, sólo hay una respuesta correcta, que se identificaría con la optimización o maximización del objetivo sustantivo de que se trate. Se trataría en cada caso de llevar ese objetivo al punto más alto. Bajo este entendimiento, la función de la junta o del consejo al decidir sería siempre declarativa, nunca constitutiva. Los órganos sociales estarían abocados a declarar, bajo la vigilancia del juez, aquello que está ya *in nuce* en la cláusula de interés social, que se nos presentaría así —utilizando la conocida parábola de Borges— como el *Aleph* de todo el derecho de sociedades, el “huevo jurídico originario” de este sector del ordenamiento, si prefiere emplearse la imagen de Forsthoff. El resultado sería sustituir el punto de vista de los participantes por el punto de vista del observador externo, a quien se confiaría la determinación de una verdad insondable, para la que por cierto no está bien pertrechado. No creo por ello que pueda negarse a la mayoría la capacidad de definición constitutiva del interés social y otorgarse al juez el monopolio de su definición declarativa en función de las circunstancias de cada caso⁶⁹. El modelo

⁶⁸ Entiendo en esta línea algunas apreciaciones del Profesor Recalde en el marco del debate sobre el activismo accionarial [RECALDE CASTELLS (2011, pp. 72-73)].

⁶⁹ En nuestra doctrina, la formulación más descarnada de este punto de vista sustantivista se la debemos a ARROYO (2002, pp. 1845-1858).

puramente material del interés social parte de una visión *Naïv* conforme a la cual la determinación del concepto de interés social no es intrínsecamente contestable, sino objetivamente discernible⁷⁰. Y no es así por la sencilla razón de que la cláusula del interés social ofrece un amplísimo “margen de acción estructural” y un amplísimo “margen de acción epistémico”⁷¹.

El margen de acción estructural viene determinado por la exigencia de proporcionalidad, que muestra que, en la realidad, considerados *pros* y *cons*, existen muchos casos de empate virtual o, si se prefiere, de iliquidez argumentativa o dialógica. El margen de acción epistémico viene determinado por la insuficiencia o deficiencia del conocimiento disponible. Este margen cognitivo es especialmente importante en la vida empresarial, regida por la incertidumbre. De antemano nadie puede saber, a ciencia cierta, cuál es la mejor decisión. Sucede como en la política: el espacio de la democracia comienza donde acaba el de la ciencia⁷². Pues bien, es justamente la existencia de este doble margen de acción, estructural y epistémico, la que permite sentar la siguiente conclusión o conclusiones: (a) que la legitimidad del sistema depende de que las decisiones de que se trate –en nuestro caso, las retributivas– sean adoptadas por el órgano competente ya que su función no es declarativa, sino constitutiva; y (b) que debe aceptarse un principio de deferencia a favor del órgano en cuestión y, en definitiva, reconocerle un amplio margen de discrecionalidad no sujeto a revisión, un espacio de inmunidad, algo así como una *business judgment rule* aplicable también a las decisiones de la asamblea, a la cual corresponde normalmente tomar las decisiones sobre la retribución de los consejeros. Nuestra jurisprudencia lo ha expresado con claridad en múltiples ocasiones. He aquí un pronunciamiento particularmente elocuente:

“Cuando el juez se enfrenta a este tipo de alegaciones debe ser cuidadoso, pues ello no le debe conducir a interferir en la adopción de las particulares decisiones estratégicas del empresario. El juez no es un órgano fiscalizador “del desacierto económico” de las decisiones empresariales ni un órgano dictaminador de lo que en cada momento haya de resultar conveniente para la sociedad [...] Es el órgano social y no el juez quien tiene que valorar la oportunidad empresarial de la decisión, y no puede exigirse una prueba que justifique la adopción de dicha decisión empresarial, que supone un ámbito de libertad de la sociedad en el que el juez no puede entrar”⁷³.

⁷⁰ La concepción del derecho de sociedades como mandatos de optimización del interés social conduciría afectivamente a un modelo de gobierno judicial de la empresa, que es a dónde nos lleva la reflexión del Profesor Arroyo.

⁷¹ Me inspiro en los conceptos elaborados por ALEXY (2004, pp. 32 y ss.).

⁷² Fernando Savater explica esta vieja constatación con su habitual gracia y claridad: “[a] nadie se le ocurriría someter una teoría científica a votación; en cambio, tiene sentido debatir cómo organizamos la seguridad social, porque hay varias opciones y no podemos medirlas para saber cuál es mejor. Cada una tiene sus ventajas y desventajas [...]. Entonces, lo que hacemos es explicarlas y después decidimos cuál nos parece mejor. Corremos el riesgo de equivocarnos, claro, pero es la única alternativa a una decisión dictatorial” [SAVATER (2012, p. 110)].

⁷³ El fragmento transcrito corresponde a la SAP Alicante 15.7.2010 (AC 285/2010), que glosa de manera especialmente afortunada la doctrina sentada por el Tribunal Supremo desde los albores: SSTS 4.10.1956 (Ar.

Y es que, de la misma manera que las decisiones de negocio de los administradores no deben ser objeto de control por los tribunales en el juicio de negligencia a no ser que se hayan violado ciertas condiciones procesales en la adopción de los acuerdos⁷⁴, tampoco las decisiones de la junta deben ser revisadas por los jueces en el juicio del interés social más que en el supuesto extremo en que se sobrepase el “orden marco”, que —como veremos enseguida— no hace referencia más que a la limpieza o *fairness* del procedimiento. Imagínese qué sucedería si un juez entrase a valorar si un *bonus* para los administradores aprobado por la junta debe reprobarse por ser cortoplacista, incluso aunque el interés social se defina como “maximización del valor de la empresa a largo plazo”. Sobrevendría el caos⁷⁵.

Este discurso un tanto abstracto tiene una función concreta: mostrar que la cláusula del interés social no puede ser utilizada para sustraer a la junta la competencia para retribuir y sustituir la legitimación “democrática” por una suerte de legitimación “tecnocrática” de los *hedge funds* o de otros accionistas singulares, que es a lo que conduciría dar validez a las retribuciones externas por el simple hecho de analizarlas y, eventualmente, validarlas en el plano sustantivo y no en el procedimental. El interés social puede ofrecer una guía más o menos cierta —normalmente menos que más— para la actuación de la junta, pero, en el amplio margen de duda o discreción que le es inherente, no queda más remedio que delegar en la mayoría su determinación mediante la agregación de preferencias individuales⁷⁶.

c) Como se ha anticipado, esto no quiere decir que no haya límites reconocibles derivados de ciertas exigencias de *fairness* en el procedimiento. La discreción de la junta debe limitarse, en

000/1956), 18.3.1981 (Ar. 1011/1981), 12.7.1983 (Ar. 4212/1983), 17.4.1997 (Ar. 000/1997), 29.3.2007 (Ar. 1788/2007); 17.01.2012 (Ar. 000/2012), etc.

⁷⁴ Básicamente: ausencia de conflicto de interés, información suficiente y observancia del procedimiento de decisión adecuado [sobre ello PAZ-ARES (2007, pp. 71 y ss.)]. Es cierto que la protección que brinda la *business judgment rule* no cubre aquellas decisiones que a todas luces se revelan como una “barbaridad”, que son absolutamente irracionales, pero ello no significa tanto que la licitud de la decisión se haga depender de un criterio material, cuanto que la propia irracionalidad de la decisión es evidencia de que no se ha respetado el procedimiento y, concretamente, indicio de que detrás ha tenido que haber un conflicto de interés (ALFARO, “Blesa y la *business judgment rule*. A propósito de un post de Conthe” y su entrada de fecha 17.5.2013).

⁷⁵ Son interesantes a este respecto las reflexiones de ROE (2013), “Corporate Short-Termism –In the Boardroom and in the Courtroom”, *Business Lawyer* (“To allow short-termism issues into the courtroom is to facilitate a type of business and economic engineering that the best business judges rightly decline to do in more compelling situations, such as that of a single mistaken business decision for a firm”).

⁷⁶ Esta apreciación se entiende bien desde la visión contractualista (que concibe los fines de la organización en función de los fines individuales de sus miembros) y no tan bien desde la visión institucionalista (que tiende a hacer suposiciones organicistas en las que las organizaciones desarrollan sus propios fines autónomos y supraindividuales). En la teoría contractual, la diferencia entre organizaciones y sistemas de interacción no organizados no es buscada en alguna peculiaridad de los objetivos individuales de la acción, sino en las diferentes condiciones-marco dentro de las cuales los individuos persiguen sus propios objetivos de acción, que en nuestro caso vienen definidas por el contrato de sociedad [VANBERG (2000, pp. 163 y ss.)].

efecto, cuando la mayoría no juega limpio y aprovecha el poder de configuración que tiene con fines desleales. Esto ocurre cuando utiliza su derecho de voto ignorando o menospreciando los derechos de sus consocios e incumpliendo así la promesa implícita en el contrato de sociedad de no desviar valor (i) de la esfera social a la esfera particular o (ii) de la esfera particular ajena a la esfera particular propia, lo que —dicho sea de paso— no es infrecuente en sociedades con capital concentrado⁷⁷. Precisamente por ello los acuerdos de la junta son impugnables por infracción del interés social (art. 204.1 LSC). La infracción se produce cuando la mayoría infringe sus deberes fiduciarios frente a la minoría⁷⁸. De lo que se trata es de asegurar la limpieza del procedimiento, que queda comprometida cuando la mayoría no persigue de buena fe un interés común de todos los socios, sino sólo el interés individual de algunos. Entonces se produce —con palabras del Tribunal Supremo— la “*desviación de poder*” (STS 17.01.2012). Es cierto que los socios pueden perseguir su interés propio con el voto. Sin embargo, cuando ocupan una posición de influencia esa posibilidad queda limitada por el deber de lealtad hacia sus consocios. La buena fe les obliga a perseguir intereses comunes, cualquiera que sea su contenido (*ex art. 1666 CC*). La clave de la contrariedad al interés social está por ello en la persecución y obtención de una ventaja particular, sea a costa de la sociedad, sea a costa del resto de los socios (*Sondervorteil*)⁷⁹. El socio no puede emplear su derecho de voto para obtener ventajas particulares, pues en ese caso el procedimiento de decisión está siendo falseado por la existencia de un conflicto de interés. Si el socio quiere obtener una ventaja particular, sólo podrá hacerlo legítimamente convenciendo a sus consocios para que se la proporcionen y absteniéndose de votar en la decisión.

Es precisamente en estos casos, caracterizados por la existencia de un conflicto de interés entre una mayoría definida y una minoría indefinida (o definida, poco importa), cuando los jueces —más preparados para dirimir disputas deontológicas (sobre la distribución del valor) que tecnológicas (sobre la producción de valor)— están llamados a cumplir una función arbitral⁸⁰.

⁷⁷ GUTIERREZ y TRIBÓ (2004).

⁷⁸ Sobre este punto son de obligada referencia las páginas de ALFARO (1995, pp. 22 y ss.). En la página 34 resume su conclusión: “[e]l interés social no es, por tanto, ningún criterio objetivo determinable al margen de la voluntad de las partes, sino una forma de referirse a los deberes fiduciarios de los socios”.

⁷⁹ Esta idea se refleja ahora con mayor claridad en la propuesta de nuevo art. 204.1 LSC de la Comisión de Expertos, que ha precisado —bajo la inspiración foránea del § 243 *Aktiengesetz*, pero con el lenguaje del abuso de nuestra jurisprudencia (véase la muy destacable STS 7-12.2012)—, que la infracción del interés social se produce no sólo en el supuesto tradicional en que la mayoría daña el patrimonio social en beneficio propio (o de un tercero vinculado, que es igualmente propio), sino también en el caso de que la mayoría adopte un acuerdo “para obtener un beneficio propio en detrimento injustificado de los demás socios” (Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas, pp. 29 y 31). El lector interesado consultará con provecho ZÖLLNER (2000), o HÜFFER (2000).

⁸⁰ Como hemos escrito en otra ocasión, aunque fuese en términos menos depurados, es cierto que “las decisiones de la mayoría contrarias a este imperativo [maximización del valor de las inversiones de todos y cada uno de los accionistas u otro que lo sustituya] deberían juzgarse contrarias al interés social. Esto no quiere decir sin embargo que el juez pueda corregir todas esas decisiones. Necesitaríamos para ello jueces omniscientes. Sólo algunas de las decisiones contrarias al interés social pueden ser objeto de control judicial: aquéllas que implican apropiación del valor de la inversión de unos accionistas por otros; aquéllas que, como bien dice el artículo 115.1 LSA, se adopten

Desde el punto de vista jurídico, esto significa que el interés social juega un papel negativo (como límite que veda la actuación lesiva de unos socios en beneficio propio) y no un papel positivo (como exigencia justiciable de actuar en el “mejor interés” de la sociedad en cada momento)⁸¹. Cabalmente, no es otra cosa lo que queremos decir al afirmar que el interés social debe entenderse como un orden marco, no como un orden fundamental.

d) Las consideraciones anteriores ponen de relieve, una vez más, la existencia en el derecho de sociedades de divergencias importantes entre lo que el derecho espera (reglas o directivas de comportamiento) y lo que el derecho sanciona (reglas de validez o de responsabilidad). El derecho espera que los órganos de la sociedad adopten cada una de sus decisiones con la vista puesta en la maximización del interés social. Sin embargo, no sanciona cualquier comportamiento que no se atenga a esa expectativa normativa. No puede hacerlo porque no es posible conocer cómo se manifiesta en el caso concreto o no es posible imponerla en las circunstancias concretas. En el año 1951 la junta de la mítica empresa de autobuses *Greyhound* votó, a propuesta de algunos accionistas, a favor de la revocación de la política de asientos separados o segregados por razas. ¿Acaso podríamos imaginar a un juez anulando la decisión sobre la base de conjeturar que no se ajusta al interés social entendido —como creemos que debe entenderse— como maximización del valor de la empresa? Las críticas le lloverían de todas partes. Los defensores del acuerdo argüirían de entrada que ésta es la mejor forma de asegurar a largo plazo la rentabilidad de la empresa, y *ex ante* sería difícil de contrargumentar en términos veritativos o científicos. Supongamos que la mayoría en la junta de una de nuestras compañías más emblemáticas acordase no levantar el *cap* de votación en la junta convocada al efecto tras el lanzamiento de una opa supeditada precisamente a la aprobación de una reforma estatutaria que eliminase esa limitación del número máximo de votos que puede emitir un solo accionistas. No es fácil tampoco imaginar a un juez estimando la demanda por infracción del interés social, al menos mientras no se acreditara que la mayoría estaba incurso en un conflicto de interés⁸².

Observamos así que, al igual que sucede en materia de responsabilidad de los administradores (*business judgment rule*), en materia de impugnación de acuerdos sociales (interés social como “orden marco”) existe una divergencia entre el estándar de conducta (que prescribe cómo debe actuar el agente) y el estándar de revisión (que determina cómo debe actuar el juez al examinar la conducta del agente). Pero esa divergencia no representa una anomalía, sino una respuesta sensata en entornos de incertidumbre, justificada por muchos motivos, la mayor parte de los cuales tienen su origen en déficits epistémicos (información imperfecta de los agentes, probabilidad de error judicial al juzgar decisiones empresariales, necesidad de proveer incentivos para la asunción de riesgos, etc.). La divergencia no significa sin embargo que el estándar de

‘en beneficio de uno o varios accionistas o de un tercero en perjuicio de la sociedad’. Estos son básicamente los acuerdos expropiatorios” [PAZ-ARES (1996, pp. 140-141)].

⁸¹ Al respecto, las atinadas observaciones de ALCALÁ DÍAZ (1998, pp. 347-349).

⁸² Sobre estas cuestiones resulta interesante el trabajo de YERMACK (2010, pp. 103 y ss.), del que recojo el caso *Greyhound*.

conducta (en la parte que excede al estándar de revisión) esté privado de valor. Antes al contrario, cumple una función “expresiva”, pedagógica y de formación de cultura corporativa; sirve de rasero para la aplicación de sanciones no jurídicas; y representa la moralidad aspiracional frente a la simple moralidad del deber (sobre ello volveremos en la consideración final: véase *infra* 5)⁸³.

e) En definitiva, pues, este juego de regla-excepción es el que permite afirmar un tanto paradójicamente que el interés social lo define la mayoría (regla) y, a la vez, que la mayoría está sujeta al interés social, siendo sus decisiones impugnables por contradecirlo (excepción). La regla responde a una concepción procesal y se fija en el estándar de conducta; la excepción, a la concepción material y se fija en el estándar de revisión. La solución que se ofrece mediante esta combinación encuentra el debido equilibrio entre las exigencias de racionalidad (autoridad formal) y las exigencias de razonabilidad (legitimidad de fondo) de la organización: no se socava la autoridad de la junta con una permanente revisión de sus decisiones a la luz de criterios sustantivos y tampoco se pone en entredicho la legitimidad de la organización, pues los acuerdos que claramente exceden o vulneran el orden marco que proporciona el interés social son impugnables. Este equilibrio entre racionalidad y razonabilidad es un equilibrio de costes y beneficios en cierto modo semejante al que exhibe el sistema jurídico en su conjunto, de acuerdo con la visión que del mismo ofrece el llamado “positivismo presuntivo”⁸⁴. Las decisiones de la junta funcionarían como las reglas o normas dentro del sistema jurídico (en la idea de ese positivismo moderado o presuntivo), como razones para la acción a no ser que concurran motivos poderosos materialmente y líquidos probatoriamente que justifiquen su superación⁸⁵. Este es justamente el significado de la excepción de impugnación por contrariedad al interés social.

3.4. Retribuciones externas y control de externalidades

El *excursus* anterior resultaba conveniente para advertir que el problema de la retribución externa no se plantea sólo desde la óptica de los deberes fiduciarios de los administradores, sino también bajo la perspectiva del respeto de las reglas del juego y, singularmente, de las competencias de decisión establecidas en el seno de las sociedades de capital. Esto nos permite comprender que al igual que no caben las instrucciones individuales (el administrador no puede comprometerse a

⁸³ El lector interesado en esta problemática no puede prescindir del estudio clásico de EISENBERG (1993, pp. 437 y ss.).

⁸⁴ SCHAUER (1992, pp. 96 y ss.).

⁸⁵ Debo observar *in limine* que, en realidad, en este caso ya salimos propiamente fuera del terreno del positivismo para ingresar en el del no positivismo, cómo no, sensible a reglas [véase la aguda disección de BAYÓN (1996, pp. 143 y ss.)].

seguir las instrucciones de un accionista) tampoco deben caber las retribuciones externas⁸⁶. Sólo son legítimas desde el punto de vista de la organización las instrucciones colectivas y las retribuciones internas (unas y otras sujetas a la competencia de la junta). Si un administrador es mandatario de todos los accionistas, no puede atenerse o sujetarse a las instrucciones de unos, sino a las impartidas por todos. Si un administrador es mandatario de todos los accionistas, no puede ser retribuido por unos, sino por todos. En la medida en que el diseño del paquete retributivo del órgano de administración y supervisión es materia constitucional, corresponde establecerla al conjunto de los accionistas.

Esta observación tan elemental es la que, en este caso, nos proporciona el antídoto contra la pendiente resbaladiza en que nos sitúa la tesis contraria de la admisibilidad, que podría conducir a reconocer eficacia a las instrucciones individuales o a las retribuciones externas siempre y cuando satisficieran las mismas condiciones de fondo que las retribuciones internas, a saber, que fuesen conformes al interés social⁸⁷. No hace falta decir que, desde el punto de vista lógico (y situados en las coordenadas trazadas anteriormente: véase *supra* 3.3), la tesis que examinamos nos introduce en un círculo vicioso: si el interés social es lo que determina constitutivamente la mayoría, la minoría no puede justificar las retribuciones externas apelando a un interés social todavía no definido y que a ella no corresponde definir. Esta falacia lógica se traduce jurídicamente en un problema de competencias, que desde el punto de vista de la teoría general de los contratos debe ser considerada como una violación del principio fundamental de relatividad de los contratos (art. 1257 CC). Damos así con la segunda clave normativa de nuestro razonamiento, estando la primera en la regla del art. 1720 CC, comentada más arriba (véase *supra* 2.3). Las retribuciones externas o privadas deben rechazarse, incluso aunque hipotéticamente pudieran ser conformes con el interés social⁸⁸, porque de lo contrario estaríamos admitiendo la

⁸⁶ He desarrollado este argumento en PAZ-ARES (2011, pp. 715 y ss.). También disponible en http://www.indret.com/pdf/780_es.pdf.

⁸⁷ La idea ya ha asomado en la doctrina. Hay autores, en efecto, que sostienen la validez de los pactos de voto en el seno del consejo y, por tanto, la sujeción de los administradores a instrucciones vinculantes de una fracción de accionistas en los límites del “orden marco” que traza el interés social: “La cuestión [...] más que de licitud, parece de límites, ya que en principio cabría admitir la validez de un pacto si las instrucciones por el sindicato no están en contradicción con el interés social” [ALONSO LEDESMA (2006, p. 1033)]. En el mismo sentido, PÉREZ-ARDÁ (2006, pp. 184-185) y MATEU DE ROS (2007, p. 216). Específicamente en relación a las retribuciones externas conformes con el interés social, CUNNINGHAM, “Director Bonuses for Performance, Prawf Debate and the Bigger Picture for Hess”, en su blog *Concurring Opinions, the Law, the Universe, and Everything* (1.5.2013) y, en el fondo, se sitúa también en esta línea la excepción inglesa si es interpretada ampliamente cuando afirma que la prohibición de retribuciones externas cesa cuando su aceptación por el administrador “cannot reasonably be regarded as likely to give rise to a conflict of interest”. Estos planteamientos no pueden compartirse sin alguna reserva porque abren la puerta a la concepción material del interés social y, de este modo, nos sitúan en una pendiente resbaladiza que lleva a desfigurar el orden de competencias. El interés social se ha razonado anteriormente— lo que decide la mayoría (véase 3.3). El lector interesado sobre la estructura de las “pendientes resbaladizas” tan frecuentes en la argumentación jurídica y sobre sus antídotos, sacará provecho de las páginas que le dedica FARNSWORTH (2007, pp. 172-181).

⁸⁸ Es decir, aunque resultasen inatacables o inimpugnables si fuesen aprobadas por la mayoría. Obviamente, ahora nos referimos al interés social como “orden marco”.

afectación por una parte (por el grupo de accionistas que las diseña y satisface) de la esfera de terceros (el resto de los socios que no participan en la decisión). Nótese que, debido al margen estructural y al margen epistémico de acción que brinda la cláusula del interés social, para los accionistas ajenos a la decisión retributiva adoptada por uno de ellos (por Elliot para seguir con nuestro ejemplo) no es irrelevante quien toma las decisiones retributivas, que son cosa colectiva de todos. Y, siendo así, no puede ser sustituido su criterio por el de una parte o fracción de los socios sin quebrar las reglas del juego que definen el procedimiento de formación de la voluntad colectiva⁸⁹.

Nada de esto es nuevo bajo el sol. El principio *res inter alios acta tertis nec nocet nec prodest* (art. 1257 CC), con la fuerza persuasiva que le es inherente, nos ayuda así a reforzar nuestro argumento para excluir la viabilidad de las retribuciones externas en un contexto contractual. La racionalización económica de la prohibición de las retribuciones externas se basa precisamente en la existencia de una externalidad o efecto externo no contratado⁹⁰. Por ello, en la medida en que la retribución externa o privada despliega efectos sobre los intereses de socios que no son parte del él, el ordenamiento jurídico debe prevenirlos y vedarlos.

3.5. La autorización del conflicto y la necesidad de un acuerdo de junta

Las consideraciones anteriores ponen de relieve que las retribuciones externas difícilmente pueden ampararse en la excepción (material) de la “imposibilidad del conflicto”, salvo en casos muy contados⁹¹ pero, al propio tiempo, dejan entrever que pueden tener cabida en la excepción (procesal) de “la autorización del conflicto”. Volviendo la mirada a la vieja doctrina del mandato, es oportuno recordar que, en realidad, la regla “ningún beneficio” surge históricamente para

⁸⁹ Lo que la teoría contractual de las organizaciones denomina el “sistema constitucional” [VANBERG (2000, pp. 166-167)].

⁹⁰ El lector interesado en la variada fenomenología de la externalidad como límite a la libertad contractual puede consultar la sugestiva introducción de TREBILCOCK (1993, pp. 58 y ss.).

⁹¹ No es fácil, en efecto, imaginar excepciones más allá de los ejemplos clásicos de regalos módicos y de costumbre, a los que ahora hace referencia la propuesta de la Comisión de Expertos al formular la prohibición de retribuciones externas en la letra e) del art. 229.1 LSC dejando a “salvo que se trate de atenciones de mera cortesía”, de las que socialmente no es dable inferir un riesgo relevante de influencia de quien procura la atención sobre quien la recibe (Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas, p. 40). De hecho, éste es el único supuesto que se incluye en los comentarios británicos a la excepción contenida en el apartado (4) de la *sect. 176 Companies Act 2006*, varias veces citada: “This duty is not infringed if the acceptance of the benefit cannot reasonably be regarded as likely to give rise to a conflict of interest”. Suele afirmarse, por ejemplo, que “where a director is offered a gift or hospitality in the normal course of business which can be considered trivial there will be no difficulty in him accepting. However, where such an offer is made with the specific intent to influence decision-making or to obtain information there may be a breach of the duty where the director decides to accept the offer. In this regard the reference to conflict of interests includes a conflict of interest and a conflict of duty” [MORTIMORE (2009, pp. 315-316)].

mitigar el problema de las “comisiones secretas” satisfechas por el tercero al mandatario, puesto que se entendía que si éstas eran públicas o conocidas del mandante y éste las consentía, nada habría ya que objetar. La conducta del mandatario deja entonces de ser reprochable, precisamente porque la persona a quien le debe su lealtad —el mandante— le otorga su consentimiento y acepta nuevas reglas de juego. De igual modo que el mandante puede autorizar la autocontratación, puede autorizar la doble representación y la doble retribución. Ése es su privilegio. Pues bien, esta misma doctrina es aplicable en nuestro caso.

De suyo, las retribuciones externas de los consejeros no son de ordinario conocidas. Quienes las estructuran procuran casi siempre mantenerlas en la sombra. No obstante, si resultan transparentes y son autorizadas por la sociedad, poco hay que objetar. La cuestión entonces se limita a determinar las condiciones de ese consentimiento, que son algo más complejas en el derecho de sociedades. Al respecto, son oportunas tres observaciones.

La primera versa sobre el órgano social encargado de dispensar la prohibición. Como ya hemos anticipado, entendemos que debe ser la junta general⁹². Normativamente esta conclusión descansa en el hecho de que la materia retributiva de los administradores es materia contractual o constitucional —y no de gestión— y por tanto es competencia que debe residenciarse y está residenciada en la junta general (art. 217 LSC)⁹³. El hecho de que la retribución no la satisfaga la sociedad no cambia las cosas porque es a ella a quien corresponde diseñar el paquete retributivo de los administradores y determinar la estructura de incentivos preferible (art. 217.1 LSC)⁹⁴.

La segunda versa sobre la modalidad de consentimiento. Ha de tratarse de un consentimiento directo y específico. No basta con dar transparencia a las retribuciones de los consejeros y entender que, habiendo sido conscientes los accionistas de ello en el momento de nombrarles, el acuerdo de nombramiento lleva implícita una dispensa tácita de la prohibición de retribuciones externas. Esto es justamente lo que ha sucedido en los casos americanos que nos han servido de ejemplo para ilustrar la exposición, en los que Elliot o Jana Partners hicieron *full disclosure* de las retribuciones externas prometidas a sus candidatos⁹⁵. Los partidarios han insistido en que en esas

⁹² Sobre el problema general de la dispensa de obligaciones derivadas del deber de lealtad, PAZ-ARES (2007, pp. 40-41).

⁹³ Sobre el significado del “principio de soberanía” en esta materia, que se extiende tanto al plano cualitativo del diseño de la retribución (que exige reserva estatutaria), como al plano cuantitativo del importe de sus partidas (para lo que es suficiente acuerdo ordinario de junta), PAZ-ARES (2007; 2008, pp. 275-280) para información suficiente sobre el estado de la cuestión.

⁹⁴ Esta es, como sabemos, la solución del derecho inglés (véase nota 38) y también la que acaba de sugerir la Comisión de Expertos en los apartados 2 y 3 del art. 230 LSC (Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas, p. 40). Por descontado, entendemos que cuando la competencia para retribuir corresponda al consejo (como veremos ocurre con la retribución de las funciones ejecutivas de los consejeros), la autorización corresponde otorgarla a este órgano (véase 3.6).

⁹⁵ Por ejemplo, el *Proxy Statement* registrado por Elliot para el *Annual Meeting of Stockholders of Hess Corp.* (2013), disponible en el página web de la SEC *Proxy Statement*, pp. 25-26.

condiciones deben entenderse tácitamente autorizadas por la junta que los nombra⁹⁶. No estamos seguros, sin embargo, de que, bajo la óptica del derecho español, pueda admitirse la equiparación entre transparencia y aquiescencia. La aquiescencia implícita no basta; ha de ser explícita, y así resulta del caso análogo de la dispensa de la obligación de no competencia. No es suficiente con informar a la junta que designa a los administradores de que estos realizan actividades competitivas y que la junta los elija. El art. 230.1 LSC exige “autorización expresa” de la dispensa de la obligación de no competencia. Como se ha dicho con acierto, “la elección de los consejeros no es una adecuada ratificación de esta transacción en conflicto de intereses”⁹⁷.

La tercera observación va incluso más allá, puesto que, a nuestro modo de ver, el acuerdo de dispensa debe tramitarse como modificación de estatutos. La razón se comprende sin esfuerzo si tenemos en cuenta que la materia retributiva está sujeta a “reserva estatutaria” [arts. 23.e) y 217.1 LSC], y que la retribución objeto de estas páginas, aunque sea externa, es retribución de administradores⁹⁸. El hecho de que no la pague la sociedad no significa que no tenga nada que decir, pues —como hemos adelantado— la reserva estatutaria y el principio de soberanía no se explican sólo por razones cuantitativas, sino también cualitativas. La sociedad tiene derecho a determinar el diseño de la retribución y la estructura de incentivos que quiere dar a sus administradores para el desempeño del cargo. La modificación de estatutos puede ser general (en cuyo caso se incorporará formalmente una nueva norma estatutaria) o particular, es decir, puede arbitrarse como “derogación singular de los estatutos” vigentes, en cuyo caso no será preciso introducir formalmente en los estatutos una nueva norma⁹⁹. En uno y otro caso, sin embargo, habrán de observarse todos los requisitos legalmente establecidos para la modificación y, señaladamente, la elaboración por los autores de la propuesta de un informe justificativo (art. 286 LSC) y la adopción del acuerdo con los requisitos especiales de quórum de constitución y votación previstos para estos casos (art. 194 LSC).

Pues bien, si las retribuciones externas son aprobadas en los términos indicados, no parece que puedan ser objetadas jurídicamente. Es verdad que alguien podría oponer que la externalidad antes denunciada, sobre cuya base rechazamos antes la aplicación de la primera excepción (véase *supra* 3.2 *in fine*), se produce también cuando la junta aprueba por mayoría cualquier tipo de

⁹⁶ Especialmente, CUNNINGHAM, “[Prof. Bainbridge on Hess: Critics Still Not There Yet](#)” (2013), o RODRIGUES, “[More on Hedge Funds’ Director Bonuses](#)”, en el blog *The Conglomerate* 4.5.2013: “as long the arrangement is disclosed and the hedge funds don’t exert any future control over the nominees, it is unlikely that this violates any state or federal law”.

⁹⁷ BAINBRIDGE, “[Hedge Funds Bonuses for Corporate Directors: Cunningham enters the Fray](#)”, en el blog *Stephen Bainbridge’s Journal Law, Politics and Culture* 5.3.2013 y “[Can Corporate Directors Take third party Pay from Hedge funds?](#)” entrada en el mismo blog de 8.4.2013.

⁹⁸ Por ello, no cabe tampoco una simple cláusula general que faculte a los accionistas a satisfacer retribuciones externas en general, pues ello significaría “desestatutarizar” la materia.

⁹⁹ CAMPINS (2001, pp. 1685-1710).

retribución. El reparo u objeción, sin embargo, se orilla con suma facilidad. Es cierto que, cuando las decisiones —en esta materia o en cualquier otra— no son unánimes, afectan a los socios que no las comparten, pero ésa —como se anticipó en su momento— es una externalidad contratada y, por ende, internalizada o asumida desde el momento en que se presta el consentimiento para entrar en la sociedad¹⁰⁰. Cualquier sistema de decisión mayoritario es el resultado de un equilibrio entre los costes asociados al *holdout* y los costes asociados a la externalidad (art. 159.2 LSC)¹⁰¹, dos tipos de costes que los politólogos acostumbran a denominar “costes internos” (o costes de adoptar las decisiones) y “costes externos” (los costes o riesgos que entrañan las decisiones adoptadas para la minoría disidente)¹⁰². Los acuerdos que tienen por objeto retribuciones internas ofrecen además a los socios minoritarios ciertas garantías en términos de transparencia, contradicción, procedimiento de adopción de acuerdos y posibilidad de impugnación, de las que están desprovistas las retribuciones externas establecidas en arreglos privados.

3.6. El caso especial de los consejeros ejecutivos

Las conclusiones alcanzadas en el apartado anterior nos permiten ahora extender la reflexión al discutido ámbito de la retribución de los consejeros ejecutivos, para lo que invito a lector a representarse el tercer supuesto paradigmático enunciado en la sección introductoria: la sociedad matriz acuerda incluir —bajo determinadas limitaciones— en su plan de opciones sobre acciones o *stock options plan* a los consejeros ejecutivos de una sociedad filial que igualmente cotiza en Bolsa [véase *supra* letra (c) del apartado 1]. El supuesto responde también a algunos casos reales que ocasionalmente hemos visto en nuestro país. La cuestión puede responderse fácilmente con la teoría elaborada hasta el momento, en el sentido de que esta modalidad de retribución externa sólo cabrá cuando haya sido debidamente autorizada por la sociedad filial en la que los administradores ejecutivos prestan sus servicios.

La particularidad ahora proviene del órgano competente para conceder la autorización. En mi opinión, en la medida en que esa retribución viene a remunerar las funciones ejecutivas de consejeros, no es precisa la autorización de la junta general de la sociedad filial; basta con la autorización de su consejo de administración. La razón de ello estriba, en última instancia, en la

¹⁰⁰ Estas ideas, elementales para un estudioso del derecho de sociedades, son subrayadas también por los sociólogos de las organizaciones, que igualmente ponen de relieve la irrelevancia o exclusión a efectos de la legitimación por consenso de los “efectos externos” que se verifican en el contexto de las “condiciones-marco” voluntariamente aceptadas [VANBERG (2000, pp. 175-176)].

¹⁰¹ En realidad, la minimización de la suma de ambos costes sería el objetivo no sólo del sistema mayoritario, sino de todo el sistema jurídico y de cualquier norma que forma parte de él. Ésta es la célebre tesis de EPSTEIN (1993, pp. 553 y ss.): “The choice of the proper legal rule can be defined as that which minimizes the sum of these externality and holdout costs in any particular institutional setting” [...]. “The essential dilemma is that often the effort to counteract one problem will only aggravate the other” [EPSTEIN (1993, p. 557)].

¹⁰² SARTORI (2007, pp. 264 y ss.).

necesaria correlación que debe existir entre potestad para nombrar y potestad para remunerar. Si, como tal, el consejero ejecutivo es nombrado por el consejo en el momento en que le delega las facultades ejecutivas, es a este órgano a quien compete remunerarlo y, por ende, autorizar las retribuciones que por esas funciones pretenda reconocerle un tercero. No es momento de razonar esta tesis, a la que he dedicado un detallado estudio¹⁰³, en el que se pasa revista crítica a la llamada “doctrina del vínculo” que preveía y sigue prevaleciendo en la teoría, aun cuando resulte poco seguida en la práctica¹⁰⁴. Naturalmente, la autorización ha de ser acordada por el consejo con la abstención de los consejeros que se hallen en conflicto de interés (art. 229.1 LSC), que en este caso serán, aparte de los propios consejeros ejecutivos beneficiarios de la retribución, los consejeros dominicales de la matriz que se propone satisfacer la retribución. El acuerdo ha de aprobarse con la mayoría reforzada de dos tercios para la delegación de facultades y, en su caso, previo informe de la comisión de retribuciones¹⁰⁵.

Cuestión distinta es la aproximación que deben hacer los consejeros independientes llamados a autorizar esta modalidad de retribución externa. A diferencia de lo que sucedía en el ejemplo anterior de los *hedge funds*, en el que la retribución externa estaba al menos *prima facie* alineada con los intereses de los accionistas de la sociedad en maximizar el valor de la acción, en éste ese alineamiento se presenta cuando menos dudoso. Obsérvese que el *stock option* sobre acciones de la matriz alinea el interés de los consejeros con el interés de los accionistas de la sociedad matriz, pero no necesariamente con el interés de la sociedad filial, que es al que primordialmente se deben. La decisión por ello es delicada, pero no necesariamente dramática. Es cierto que la existencia misma de un grupo con accionistas externos plantea inevitablemente problemas de conflicto de interés: el interés del grupo y el interés de la sociedad. No lo es menos, sin embargo, que el propio reconocimiento legislativo del grupo entraña una suerte de reconocimiento de la legitimidad del interés del grupo, lo cual obliga a abordar estas cuestiones bajo un principio de tolerancia. El *Toleranzprinzip* permite, a nuestro juicio, diversas combinaciones para conciliar el interés del grupo y el interés social de la filial, y una de ellas particularmente intuitiva es la de nuestro ejemplo, en que los consejeros ejecutivos reciben *stock options* tanto de la matriz como de la filial, en proporción 50/50. De este modo, el lado más oscuro del incentivo de la matriz se suaviza y el paquete en su conjunto se configura de manera idónea para servir a una estrategia de maximización a largo plazo tanto el interés del grupo como del interés de la sociedad. Han de descartarse por ello las políticas de “tolerancia cero” con el interés del grupo. El derecho de sociedades ha de mostrarse flexible en este punto. No hay una geometría perfecta y deben hacerse concesiones a la razón práctica, permitiendo un cierto sacrificio del interés social en aras del interés del grupo siempre y cuando el sacrificio sea proporcionado o resulte compensado. El

¹⁰³ PAZ-ARES (2008, pp. 269 y ss.).

¹⁰⁴ Las últimas manifestaciones son la RDGRN 3.4.2013 (Ar. 49575/2013) y, algo antes, las SSTS 13.9.2008 (Ar. 59/2009 y 453/2009), objeto de comentario crítico en PAZ-ARES (2009, pp. 1 y ss.).

¹⁰⁵ PAZ-ARES (2008, pp. 342-343). Este planteamiento, ya acogido en su momento por la Propuesta de Código Mercantil (art. 231-97.3), se reafirma ahora en la propuesta de nuevo art. 249.3 LSC de la Comisión de Expertos (Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas, p. 61).

sacrificio es proporcionado cuando se inscribe en la lógica del “hoy por ti, mañana por mí”, es decir, cuando forma parte de una estrategia general del grupo que ofrece un equilibrio sostenido entre ventajas e inconvenientes a largo plazo (éste es el núcleo de la célebre doctrina *Rozenblum* de la Corte de Casación francesa, tomada como referencia o paradigma para la construcción del derecho europeo de grupos¹⁰⁶). El sacrificio resulta compensado cuando el daño que ocasiona, no habiendo deber de soportarlo por quedar fuera de la proporción anterior, es objeto de reparación por medio de las oportunas medidas compensatorias, en cuya variada tipología no es preciso entrar en este momento¹⁰⁷. En realidad, lo que en este caso justifica la existencia de un grupo es la transformación de la tutela de la sociedad filial: de una regla de propiedad se pasa a una regla de responsabilidad.

4. El problema de la retribución externa en la dimensión funcional: balcanización del consejo y reflexiones de buen gobierno

Llegados a este punto, está ya dicho lo sustancial. No obstante, no estará de más añadir algunas reflexiones de orden funcional sobre la práctica de las retribuciones externas que pueden ser útiles para valorar su conveniencia u oportunidad en aquellos supuestos en que se plantee el debate en el seno de los órganos sociales en cada caso llamados a tomar la decisión de autorizarlas. Se trata de meras consideraciones de *policy*, que solo aspiran a ofrecer algunas pautas orientativas en esta *terra incognita* y que vienen motivadas por algunos de los casos paradigmáticos que han servido de hilo conductor en esta exposición. Adelanto mi opinión: como criterio general, las retribuciones externas, aun cuando pudieran satisfacer las condiciones necesarias para sustraerse del reproche que merecen desde el punto de vista estrictamente fiduciario, continuarían siendo desaconsejables desde el punto de vista del buen gobierno a causa de las perturbaciones adicionales que introducen o pueden introducir en el funcionamiento del consejo y en la deseable posición institucional de sus componentes.

4.1. El problema de la balcanización de los consejos

La perturbación seguramente más importante viene dada por la fractura que crea en el consejo, cuyo funcionamiento colegial y horizontal requiere que se mantenga, en el ámbito de la función deliberativa, un principio de igualdad de trato, y así lo han señalado teóricos y prácticos que han participado en el debate suscitado a raíz de los casos Elliott y Jana Partners¹⁰⁸. La retribución

¹⁰⁶ FORUM EUROPEUM (199), pp. 486-490). El caso *Tetrafin* italiano (sentencia de la Corte de Apelación de Milán de 11 de julio 1991, *Le Società* 1991, p. 1664) se orienta en la misma dirección. Esta doctrina se refleja ahora también en el art.291-11 de la Propuesta de Código Mercantil.

¹⁰⁷ Por todos, DE ARRIBA FERNÁNDEZ (2004, pp. 252 y ss.), especialmente 272 y ss. y 336-337. De interés en la misma línea es el comentario crítico de FUENTES NAHARRO (2008, pp. 401 y ss.).

¹⁰⁸ COFFEE, “[Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or Bribes](#)”, en *The CLS Blue Sky Blog* 29.4.2013; o “[Understanding the Dark Side of Shareholder Activism](#)”, *The National Law Journal* 14.5.2013. Entre

externa, en la medida en que normalmente se dirige sólo a una parte de sus miembros, dualiza el consejo creando una subclase de consejeros que obtienen un incentivo especial, y esto puede sin duda envenenar las relaciones y desestabilizar el órgano creando tensión, sospechas y resentimiento. Esta es, en esencia, la objeción que formuló en su informe el *proxy advisor* Glass Lewis & Co. He aquí un fragmento significativo:

“We are strongly opposed to the Dissident’s compensation arrangements and maintain such agreements introduce a troubling and, in our view, wholly unnecessary potential for board room conflicts [...] The Dissident may not revoke these payments at a later date if, by chance, it becomes unsatisfied with its Nominees. While this may provide the appearance that the Dissident Nominees are not beholden to Elliott’s interests, we nevertheless find these agreements problematic. In particular, contests of this nature already introduce significant risks associated with the prospect of a fractured boardroom, the potentially adverse impact of which we believe shareholders must seriously consider as part of any final vote determination. By extensión, we find agreements of this nature, which essentially establish a two-tiered compensation structure for the same oversight role, offer little chance of reducing the foregoing risks and may, in fact, foment further discord between the incumbent board members and Dissident Nominees”¹⁰⁹.

En mi opinión, este posible efecto balcanizador de las retribuciones externas no debe echarse en saco roto. Es cierto que los cuerpos deliberativos y, entre ellos, los consejos pueden beneficiarse ocasionalmente de la existencia de una cierta tensión y de puntos de vista en competencia¹¹⁰, pero esto no justifica la brecha retributiva, que propicia la división institucional, no el debate intelectual. No es fácil imaginar por ello que una comisión de retribuciones pueda dar por bueno un esquema retributivo de aquella índole sin considerar estos riesgos. Si el esquema es bueno, lo propondrá para todos los consejeros; si no, lo rechazará para evitar la fractura, salvo que en la circunstancia concurren razones muy poderosas. Hay que tener en cuenta además que buena parte de las ventajas del consejo como órgano colegiado vienen dadas por su funcionamiento por consenso. Cuando el consejo se ve obligado a adoptar recurrentemente sus decisiones por mayoría (cuando lo que está en la sombra del derecho pasa a la luz), mal asunto, un final poco feliz es lo único que puede esperarse. La eficiencia de los procesos de decisión en grupos horizontales no sujetos a jerarquía y basados en la confianza mutua es la ventaja comparativa del consejo, que se plantea como una respuesta adaptativa a la racionalidad limitada del decisor individual y como mecanismo de constreñimiento de los costes de agencia: promueve la función

los abogados destaca el posicionamiento crítico del prestigioso despacho Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, en una *newsletter* firmada por Lipton y otros siete socios de la firma con el título “[Shareholder Activism Update. Bylaw Protection Against Dissident Director Conflict/Enrichment Schemes](#)”.

¹⁰⁹ No hemos podido consultar el *report* de Glass Lewis. Recogemos la cita de la noticia “[Leading Independent Governance Experts and a Proxy Advisor Raises Concern over Elliott Pay Scheme](#)”, *Business Wire* 2.5.2013. Lo curioso del caso es que Glass Lewis, a pesar de ello, recomendó el voto a favor de los candidatos de Elliott, lo que le valió duras críticas (“Glass Lewis has done a disservice to its clients”): “[Proxy Firm Urges Hess Shareholders to Vote for Dissident Nominees](#)”, *Euroinvestor* 2.5.2013.

¹¹⁰ CUNNINGHAM, “[Director Bonuses for Performance, Prof Debate and Bigger Picture for Hess](#)”, entrada en el blog *Concurring Opinions, the Law, the Universe, and Everything* 1.5.2013.

de supervisión aunque a veces sea a costa de la calidad de la decisión. Son efectos conocidos del denominado *groupthinking*¹¹¹.

4.2. La independencia de los “consejeros independientes”

Otra cuestión digna de considerar es cómo afecta la retribución externa a la calificación como “independiente” de un consejero. De nuevo, hemos de traer a colación el caso Elliott porque éste fue allí uno de los puntos objeto de discusión más vehemente. Recordaré que la guerra abierta se saldó al final con un pacto entre los incumbentes y los insurgentes: Elliott aceptó bajar las espadas a cambio de una solución de consenso, que le permitió nombrar a dos consejeros independientes (en lugar de los cinco inicialmente propuestos). De esta solución formó parte también la renuncia de los dos consejeros nombrados a la retribución externa prometida, que se llevó a cabo no sin que antes reiteraran su convicción de que aquélla no afectaba a su independencia¹¹². Esta es la cuestión a analizar ahora: ¿puede ser declarado independiente el consejero que recibe una retribución externa de un accionista relevante? La respuesta ha de ofrecerse por partes.

En mi opinión, es claro que el consejero no puede considerarse independiente del accionista que lo remunera, incluso aunque la promesa retributiva —como hemos visto sucedía en el caso Elliot— se configure como una promesa incondicional y no pueda ser revocada por el accionista en ningún caso, ni siquiera cuando estime que sus candidatos no satisfacen las expectativas que se formó al elegirlos. La “norma social de reciprocidad” lo impide, como hemos tenido ocasión de comprobar en su momento (véase *supra* 2.3). En efecto, una vez que reconocemos que las retribuciones externas dan lugar a un conflicto de interés que puede inducir o inclinar al consejero a supeditar su propio juicio al del accionista que lo remunera, difícilmente podemos sostener que es independiente frente a él.

Cuestión distinta es si puede considerarse consejero independiente de la sociedad y, yendo al fondo de la cuestión, si puede cumplir funciones que la normativa de gobierno corporativo reserva a quienes estén clasificados como consejeros independientes. La respuesta aquí depende de las definiciones formales de independencia. En nuestro país ha de ser claramente negativa, dado que la normativa aplicable hace depender la “independencia” del consejero de la ausencia de vínculos relevantes no sólo frente al *management*, sino también frente a accionistas significativos¹¹³. La respuesta en América es sin embargo diferente, pues allí las reglas de la bolsa

¹¹¹ BAINBRIDGE (2001, pp. 1-55; 2002, pp. 208 y ss.) y nota 19.

¹¹² Como dijeron en su carta, “[a]s such, while each of us believes that these arrangements are appropriate and consistent with our duties as independent directors, each of us has made the decision to waive our rights to receive these payments from Elliott” (“[Hess Concedes Two Board Seats to Elliott](#)”, 13.5.2013).

¹¹³ Art. 8.4.j) de la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determina el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo.

solamente exigen la independencia frente al equipo ejecutivo¹¹⁴. Esto ha dado lugar a un debate interesante, en el que voces muy autorizadas han intervenido para proponer una modificación de las reglas americanas en línea con las españolas. El argumento es que no puede ser independiente quien tiene su juicio subordinado al de un accionista y que, por tanto, no puede formar parte de las comisiones del consejo (por ejemplo, la de auditoría o retribuciones), cuya composición exige legalmente la presencia de cierto número de independientes¹¹⁵. Y esto nos lleva a la cuestión de fondo, donde nos vemos obligados a expresar ciertas reservas sobre estos puntos de vista. La cuestión es si deben o no poder formar parte de esas comisiones de supervisión los consejeros dominicales. “Depende”, contestaríamos. Depende de qué clase de consejeros dominicales hablemos. La diferenciación de los dominicales es una asignatura pendiente en nuestro debate de gobierno corporativo. El paso de los años ha puesto de relieve la necesidad de separar los consejeros dominicales en el sentido fuerte del término (designados por el accionista o grupo de accionistas de control o influencia relevante) y los consejeros dominicales en el sentido débil (nombrados por accionistas significativos que carecen de control o influencia relevante). La independencia, en realidad, debe predicarse respecto de quien manda (los ejecutivos) o de quien manda sobre los que mandan (accionistas de control o con influencia relevante). Esto es lo que reclama la función de supervisión. Por ello, no podemos compartir el punto. Queremos que la comisión de auditoría o de retribuciones esté formada por independientes porque se trata de controlar las cuentas o las remuneraciones de los ejecutivos. Pero si es así, no está nada claro por qué no pueden cumplir esta función consejeros dominicales en el sentido débil del término —en nuestro caso, los consejeros que eventualmente hubiera podido nombrar Elliot—. El hecho de que la retribución externa pueda inclinar su juicio del lado de los intereses de estos accionistas no les descalifica para revisar las cuentas que rinden los ejecutivos o las retribuciones que merecen¹¹⁶.

Otra cuestión distinta de la clasificación como independiente es si una retribución —interna o externa— como la contemplada en el caso Elliott es adecuada para los consejeros externos, sean estos independientes o dominicales en nuestra terminología. Y aquí es donde la respuesta seguramente ha de ser negativa. La razón reside en la conveniencia de no identificar o alinear los incentivos de quienes han de ser supervisados y los de quienes están llamados a supervisarlos con el fin de que pueda mantenerse una adecuada distancia crítica en términos de gestión de riesgos, planificación estratégica, etc.¹¹⁷. Debe evitarse la tendencia a que los consejeros sean más gestores que supervisores. Es bueno recordar a tales efectos que nuestras recomendaciones de

¹¹⁴Sect. 303A del *Listed Company Manual* de la Bolsa de Nueva York.

¹¹⁵ Esta es, por ejemplo, la posición de COFFEE, “Understanding the Dark Side of Shareholder Activism”, *The National Law Journal* 14-5-2013; y antes ya en “Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or bribes?”, en *The CLS Blue Sky Blog* 29.4.2013.

¹¹⁶ Es oportuna en este sentido la reflexión de RODRIGUES, “More on Hedge Funds’ Director Bonuses”, en el blog *The Conglomerate* 4.5.2013.

¹¹⁷ Por ejemplo, MALLIN (2013, p. 196) y, en el ámbito específico del debate sobre el caso Elliot, SCHMIDT (2013), “Will Director Compensation Be the Next Target”, entrada el blog *The Securities Edge* 11.4.2013.

buen gobierno desaconsejan la retribución de los consejeros externos mediante esquemas de retribución variable ligadas a la evolución de la acción o a otras medidas de rendimiento de la sociedad que, en cambio, son oportunos para los consejeros ejecutivos¹¹⁸. La justificación es conocida:

“El código recomienda, en particular, que se excluyan a los consejeros externos de aquellos sistemas retributivos que incorporan una retribución variable condicionada a la evolución de los beneficios u a otros indicadores financieros de gestión (por ejemplo, resultados de explotación o ebitda) o a la cotización de la acción en un momento determinado. Se pretende con ello evitar los potenciales conflictos de interés que afectarían a los consejeros externos cuando tengan que enjuiciar prácticas contables u otro tipo de decisiones que puedan alterar los resultados inmediatos de la sociedad, si tales resultados y valoraciones tuvieran efectos retributivos para ellos. No obstante, el Código reconoce también que una retribución de los consejeros que, condicionada a los resultados de la empresa, esté correlacionada positivamente con la variación en la riqueza de los accionistas puede, si se aplica debidamente, alinear los intereses de los consejeros con los de los accionistas. Por eso, buscando un equilibrio entre los dos objetivos citados, recomienda que la retribución variable se limite a los consejeros ejecutivos, pero no prevé que la percepción de retribuciones variables prive a un consejero independiente de esa condición”¹¹⁹.

4.3. El problema de los ejecutivos

El caso sin duda más problemático es el de la retribución externa de los consejeros ejecutivos. El supuesto es ciertamente raro o extraño, pero no puede descartarse de antemano. De hecho, en mi vida profesional he sido consultado al menos en dos ocasiones sobre la materia. En ambas se trataba de sociedades de capital riesgo que proyectaban efectuar inversiones de cierta importancia en sociedades cotizadas y se planteaban la posibilidad de ofrecer a los primeros ejecutivos de la compañía, con cargo a sus propios bolsillos, incentivos retributivos que replican ciertos aspectos típicos de las remuneraciones de los *private equities* inspiradas en la idea del *carried interest*. De acuerdo con el razonamiento desarrollado a lo largo del trabajo, parece claro que esta posibilidad está siempre abierta. Bastará, en efecto, con que la retribución de que se trate sea valorada favorablemente y autorizada por el consejo sin la participación de los beneficiarios (véase *supra* 3.6). El problema reside en esa valoración “favorable”, pues de entrada seguramente pondrá al consejo en una tesitura difícil. En efecto, si el consejo considera que los incentivos que proporciona la retribución son adecuados y eficientes, tendrá que explicar por qué no opta él por estructurar de ese modo la retribución interna. Es cierto que la retribución externa tiene una ventaja para sociedad, y es que no corre a su cargo. La ventaja financiera derivada del ahorro no parece sin embargo de entidad suficiente para contrarrestar la desventaja que puede tener en

¹¹⁸ La recomendación núm. 36 del Código Unificado de Buen Gobierno reza, en efecto, así: “[q]ue se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones mediante entrega de acciones de la sociedad o de sociedades del grupo, opciones sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de la acción, retribuciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad o sistemas de previsión”. El *Corporate Governance Code* del Reino Unido expresa lo mismo: “Remuneration for non-executive directors should not include share options or other performance-related elements” (sección D.1.3).

¹¹⁹ Código Unificado de Buen Gobierno, pp. 36 y 37.

términos de gobernanza y reputación. Intuitivamente no parece fácil convencer a los mercados y a la opinión pública, por más que el incentivo resulte adecuado, de que no existe riesgo de captura del ejecutivo por el accionista. Nadie estaría dispuesto a aceptar que una empresa o un grupo de empresas pagase al Presidente del Gobierno una retribución externa calculada en función del grado de consecución que logre bajo su mandato de ciertos objetivos difícilmente discutibles (número de empleos creados, incremento del PIB, rebaja de la prima de riesgo de la deuda pública, etc.). Pues bien, a pesar de que las métricas son menos complicadas y controvertidas en el mercado de capitales que en la escena política, la dificultad de explicación pública persiste.

4.4. El problema en el caso de los consejeros dominicales. Referencia al problema vecino de la transferencia de la retribución interna al accionista

Si el caso en que resulta de más difícil justificación la retribución externa es el de los consejeros ejecutivos, el más fácil es sin duda el de los consejeros dominicales. La vieja idea de la “adecuación social de la conducta” puede explicarlo, especialmente en contextos en que prevalecen estructuras de propiedad concentradas. Sabemos que los consejeros dominicales no están sujetos a un mandato jurídico y, por tanto, a las instrucciones de los accionistas que promueven su nombramiento —el único mandato que los vincula es el que reciben de la sociedad¹²⁰—. Sin embargo, no podemos desconocer la realidad a que obedece la figura, que permite hablar de un mandato de favor o mandato natural, despojado de toda eficacia obligatoria en el plano jurídico. Aun cuando jurídicamente se espera de todos los consejeros que actúen independientemente en función del interés social, “no puede desconocerse que —como decía el Informe Olivencia— la situación de unos y otros, en términos de incentivos, intereses y vínculos, no es equivalente”¹²¹. Es una fórmula elegante de reconocer la realidad del que hemos llamado “mandato natural” y la circunstancia de que los consejeros dominicales de hecho también velarán por los intereses del accionista. No existe una “relación de representación” propiamente dicha, sino “la posibilidad de contribuir a conformar el interés social con sus valoraciones dentro de lo que permite su flexibilidad y susceptibilidad de interpretación evolutiva”. Los diversos tipos de consejeros “pueden contribuir a una formación más equilibrada del interés social como pauta común pero susceptible de interpretaciones y valoraciones diversas, en cuanto a la determinación del contenido. La diversa composición está llamada a esa mejor ponderación del conjunto de intereses plurales de los socios, obviamente en cuanto socios”¹²². Pues bien, de acuerdo con ello,

¹²⁰ Justamente por ello no caben los pactos de voto para el consejo (sobre este punto, en la literatura más reciente, me permito remitir a PAZ-ARES (2011, pp. 710 y ss.).

¹²¹ Comisión especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades, *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid 1998, punto 2.2, p. 27.

¹²² ESTEBAN (2007, pp. 95), MATEU DE ROS (2006, p. 210); etc. En esta línea interpreto también algunas manifestaciones legislativas que ofrece la experiencia comparada (por ejemplo, la ley canadiense de la provincia de Alberta, a tenor de la cual “in determining whether a particular transaction or course of action is in the best interest of the corporation, [el consejero representativo] may give special but not exclusive consideration to the

la tesis del mandato natural podría formularse así: los consejeros dominicales no están obligados a seguir las indicaciones del accionista, aunque están legitimados para hacerlo dentro del margen de acción estructural y epistémico que confiere la cláusula del interés social. La ausencia de obligación es un imperativo de la razón jurídica; la presencia de legitimación, un imperativo de la razón práctica. Esto justifica ciertas limitaciones del consejero dominical (por ejemplo, que se le extiendan los conflictos de interés de su *sponsor*), pero también ciertas prerrogativas (por ejemplo, que pueda comunicar información reservada al *sponsor* y consultar con él cuestiones estratégicas)¹²³.

Pues bien, es en este marco en el que considero que puede tratarse con mayor indulgencia la cuestión que nos ocupa. Las serias dificultades que veíamos antes en relación con los ejecutivos se diluyen aquí. Hay muchas circunstancias en que las retribuciones externas pueden estar justificadas. Piénsese, por ejemplo, en el caso de consejos de sociedades formados exclusivamente accionistas significativos que renuncian a su retribución como consejeros: ¿acaso no es lógico que, si alguno de ellos decide nombrar a una persona distinta para que la represente, la retribuya adecuadamente?. Con carácter general, no veo mayor problema a que en tales casos y muchos otros igualmente justificables, la comisión de retribuciones y el consejo informen favorablemente y la junta autorice finalmente la percepción por un consejero dominical de ciertas retribuciones externas satisfechas por el accionista significativo. Lo que ha de asegurarse es la debida transparencia del proceso. Y esto nos lleva a considerar una problemática tan común en la práctica como inadvertida en la doctrina.

Me refiero a la problemática aparentemente —pero sólo aparentemente— contraria a la analizada hasta ahora en que no es el accionista quien retribuye al consejero dominical, sino a la inversa, el consejero dominical quien “retribuye” al accionista que procura su nombramiento. Son los casos en que la retribución interna de la sociedad que corresponde al consejero es trasladada, por una vía u otra, al accionista que lo nombra. En nuestra práctica, no es del todo infrecuente que los directivos de una sociedad nombrados miembros del consejo de una participada renuncien a su retribución a favor de la sociedad o se obliguen a transferirla a ésta. Es llano que cuando se trata de una sociedad íntegramente participada, la práctica en cuestión no resulta problemática, dado que ahí, no habiendo posibilidad de conflicto de interés, no se producen efectos externos (véase *supra* 3.4). ¿*Quid iuris*, sin embargo, cuando la sociedad no está íntegramente participada, es decir, cuando existen accionistas externos? Aquí las cosas han de tomarse con un grano de sal.

La práctica en cuestión obedece al entendimiento por parte de la sociedad de cabecera —el *dominus*— de que es parte de la función de sus ejecutivos —de que entra en el cometido inherente a su cargo como directivo— prestar servicios como administradores en las sociedades controladas

interests of those who elected or appointed the director”: *Subsection 122(4)* de la *Alberta Business Corporations Act* de 1981 (*apud* Nathan, *Legal eMonthly*, marzo de 2009).

¹²³ De las cuestiones relativas al “mandato natural” me ocupo en otro trabajo, continuación del mencionado en la nota anterior, en avanzado estado de elaboración, al que ahora de remitir.

o participadas. Partiendo de este entendimiento o presuposición, no es de extrañar que con frecuencia el *dominus* considere que lo percibido por sus directivos en su condición de administradores de sociedades participadas sea transferido —física o nocialmente— a la sociedad matriz, pues de lo contrario esos administradores estarían percibiendo una doble remuneración por su trabajo (de la sociedad matriz en concepto de directivos y de la filial, en concepto de administradores). El malentendido radica en la presuposición de partida, que además puede tener como efecto colateral perverso el de contribuir a interiorizar la idea de que el administrador actúa como dependiente del *dominus*, cuando en realidad, en su condición de tal, debe actuar independientemente. Estas situaciones deben ser saneadas para evitar problemas: bien sea designando como administradores a la propia sociedad matriz u otras de su grupo y a los directivos como representantes personas físicas de ellas, bien sea designando a los directivos como administradores, pero haciendo transparente el arreglo retributivo en la sociedad filial y obteniendo de ella las pertinentes autorizaciones. En este segundo caso, los arreglos podrán consistir en exigir la renuncia del administrador a la retribución como consejero en la filial, en permitir que el administrador perciba la retribución de la filial con reducción proporcional del salario que cobra en la matriz o, en fin, en obligar al administrador a transferir a la matriz la remuneración obtenida en la filial o participada. Esto último ha sido común en la práctica tradicional de las cajas de ahorros debido a una exigencia específica de su propia normativa. Debe recordarse que el art. 27 LORCA dice así:

“El ejercicio del cargo de director general o asimilado y el de presidente ejecutivo del consejo de administración de una Caja de Ahorros requiere dedicación exclusiva y será, por tanto, incompatible con cualquier actividad retribuida tanto de carácter público como privado, salvo la administración del propio patrimonio y aquellas actividades que ejerza en representación de la caja. En este último caso los ingresos que obtengan, distintos a dietas de asistencia a consejos de administración o similares, deberán cederse a la caja por cuya cuenta realiza dicha actividad o representación”.

5. Consideración final: crítica del “argumento de la resignación”

Es hora de terminar. En estas páginas he tratado de traer a la superficie una norma oculta derivada del deber de lealtad y de formular con cierta precisión las condiciones de su dispensa, todo ello en el marco de una contemplación integrada del problema desde el punto de vista del derecho del mandato y del derecho de sociedades. El lector juzgará el resultado. En esta consideración final quisiera anticiparme a la crítica de quienes puedan considerarlo un simple ejercicio de ingenuidad o candidez.

Sabemos desde antiguo de la dificultad de servir a dos señores y del problema que plantea la doble vinculación (“*doppelten Pflichtenexus*”). Sabemos también que esa dificultad o ese problema no se resuelven completamente con la regla “ningún beneficio” y la prohibición de las retribuciones externas que se desprende de ella. La norma de la reciprocidad tiene otras muchas manifestaciones y ramificaciones (por ejemplo, el sólo hecho de procurar el nombramiento de una persona como consejero ya puede originar obligaciones sociales de gratitud). La

independencia, además, está mediatizada a menudo por otro tipo de relaciones más lábiles y menos tangibles (de amistad, de pertenencia a un mismo grupo, de colaboración profesional, etc.) susceptibles de condicionarla e incluso comprometerla, dependerá de su intensidad y de la personalidad del administrador¹²⁴. Pero ninguna de estas circunstancias puede servir de pretexto para eludir o demorar la resuelta incorporación de la regla “ningún beneficio” a nuestro acervo societario bajo el “argumento de la resignación”, bajo el argumento de que tiene poco sentido tapar una vía de agua cuando hay muchas otras abiertas. Antes al contrario, han de ser un acicate para ello. Dichas circunstancias aluden todas ellas a imperfecciones prácticamente ineliminables por ser de difícil observación, de difícil verificación, de difícil medición y, a la postre, de difícil aplicación. Como suele decirse, son intratables por el derecho, el cual no puede poner puertas al campo; tiene que vivir con ellas con la sola esperanza de que reforzando la posición institucional de administrador (reputación, responsabilidad, etc.) pueda contrarrestarlas. Este es el punto que queremos subrayar para cerrar la reflexión.

Lo que el derecho puede —y debe— hacer en este campo es enfatizar con reglas de conducta claras (deber de independencia, deber de no ponerse en situaciones de conflicto, prohibición de retribuciones externas, prohibición de pactos de voto para el consejo y muchas otros preceptos derivadas del deber de lealtad que deben codificarse) un modelo de integridad. Es oportuno recordar, bajo esta perspectiva, que las normas jurídicas proporcionan recursos cognitivos —una suerte de capital informacional colectivo— de que pueden servirse las partes en sus procesos de socialización, interacción y negociación. Es indudable, en este aspecto, que la afirmación y generalización de reglas como las anteriormente mencionadas contribuyen a crear cultura corporativa y a reforzar los resortes de los agentes para resistir presiones indebidas. El simple hecho de que el derecho sancione ese tipo de reglas y el mensaje que las sustentan tiene un “significado social” que puede alterar la conducta aun a falta de incentivos materiales. La idea de la independencia del administrador frente a las indicaciones y preferencias privadas del accionista que procura su nombramiento, cuando es promovida por el derecho de manera inequívoca, puede tener por esta sola razón algún efecto para la más ordenada administración de nuestras sociedades. Al lado de la “función preventiva”, el derecho cumple también una “función expresiva”, que permite modificar la conducta de los agentes mediante el envío de mensajes de autoridad acerca de qué clase de valores y comportamientos son apropiados¹²⁵. Me refiero al que Manuel Conthe ha denominado “efecto Beckett”, en recuerdo de la dolorosa experiencia de Enrique II de Inglaterra cuando designó arzobispo de Canterbury al canciller de su confianza de aquel nombre y luego comprobó como el supuesto representante de los intereses del Rey se transformaba en un genuino defensor de los intereses de la Iglesia. No digo que sea la panacea¹²⁶,

¹²⁴ Existen, en efecto, distintos mecanismos y factores de interacción informal y de *enforcement* social (horizontes largos de relación y relaciones colaterales que permiten estructurar múltiples formas de penalización y recompensa, algunas muy sutiles y eficaces) que pueden comprometer o atenuar la deseada independencia del administrador.

¹²⁵ En la literatura económica y conductista, el tema ha sido introducido por SUSTEIN (1996, pp. 2021 y ss.).

¹²⁶ Como señalaba el propio Conthe, la fuerza del “efecto Beckett” puede verse y frecuentemente se verá reducida o anulada por ese “sutil lazo psicológico [del nombramiento] que provocará gratitud en el designado y una

pero tampoco me parece que sea irrelevante. El derecho se vale en muchas ocasiones de normas imperfectas que cumplen una función de este tipo¹²⁷.

6. Bibliografía

María Ángeles ALCALÁ DÍAZ (1998), *La impugnación de acuerdos del consejo de administración de sociedades anónimas*, Civitas, Madrid.

Robert ALEXY (2004), *Epílogo a la Teoría de los Derechos Fundamentales*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles, Madrid.

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

---(2013), [“¿Qué es peor, el cortoplacismo o blindar a los administradores?”](#), *Derecho Mercantil*, 29.4.2013.

---(2013a), [“Blesa y la business judgment rule. A propósito de un post de Conthe”](#), *Derecho Mercantil*, 17.5.2013.

Carmen ALONSO LEDESMA (2006), “Sindicato de voto”, en Carmen ALONSO LEDESMA (Dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel, Madrid, p. 1033.

Robert ANDERSON (2013), [“Profesorial Proxy Fight!”](#), *Witnesseth: Law, Deals, & Data*, 13.5.2013.

Ignacio ARROYO MARTÍNEZ (2002), “Reflexiones en torno al interés social”, en VV.AA. *Derecho de sociedades: Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, McGraw Hill, Madrid, pp. 1845-1858.

Benito ARRUÑADA (1990), *Control y regulación de la sociedad anónima*, Alianza, Madrid.

Stephen M. BAINBRIDGE (2001), “Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance”, *Vanderbilt Law Review*, vol. 55, pp. 1-55.

expectativa de lealtad, e incluso obediencia, en quien le nombró. Al primero le costará no corresponder a los deseos de quien le designó. Y el segundo sentirá cólera cuando su designado no siga fielmente sus órdenes” [(CONTHE, “Beckett y la reciprocidad”, *Expansión* 12.1.2010, ahora reproducido en su libro (2011, pp. 109-111)].

¹²⁷ El lector interesado en los mecanismos —autoridad, conformidad y empatía— que articulan esta función expresiva o promocional del derecho, puede consultar el reciente e interesante libro de la reconocida especialista en derecho de sociedades STOUT (2011, pp. 75 y ss.).

---(2013), [“Hedge Funds Bonuses for Corporate Directors: Cunningham enters the Fray”](#), *Stephen Bainbridge’s Journal Law, Politics and Culture*, 5.3.2013.

---(2013a), [“Can Corporate Directors Take third party Pay from Hedge funds?”](#), *Stephen Bainbridge’s Journal of Law, Politics, and Culture*, 8.4.2013.

Juan Carlos BAYÓN (1996), “Sobre la racionalidad de dictar y seguir reglas”, *Doxa*, núm. 19, pp. 143-162.

Max H. BAZERMAN & Ann E. TENBRUNSEL (2011), *Blind Spots. Why We Fail to do What’s Right and What to do about it?*, Pinceton University Press, Princeton.

Lucian A. BEBCHUCK, Alon BRAV & Wei JIANG (2013), [“The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism”](#), *Columbia Business School Research*, 9.6.2013.

---(2013a), [“Don’t Run Away from Evidence: A Reply to Wachtell Lipton”](#), *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 17.9.2013.

Lucian A. BEBCHUK (2013), “The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value”, *Columbia Law Review*, vol. 113, pp. 1638-1694.

Rodrigo BERCOVITZ (Coord.) (2001), *Comentarios al Código Civil*, Cizur Menor, Navarra.

Aurora CAMPINS (2001), “Derogación singular de los estatutos sociales”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 242, pp. 1685-1710.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2006), *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, edición de la CNMV, Madrid.

John C. COFFEE (2013), [“Understanding the Dark Side of Shareholder Activism”](#), *The National Law Journal*, 13.5.2013.

---(2013a), [“Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or Bribes?”](#), *Columbia Law School Blog on Corporations and the Capital Markets*, 29.6.2013.

COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO (2013), *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas*, Madrid.

COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES (1998), *El gobierno de las sociedades cotizadas (“Informe Olivencia”)*, Madrid.

COMISIÓN GENERAL DE CODIFICACIÓN (2013), *Propuesta de Código Mercantil*, Madrid.

Manuel CONTHE (2011), “Beckett y la reciprocidad”, *La fuerza del ampersand*, Madrid.

Jorge A. COUTINHO ABREU (2002), "Interés social y deber de lealtad de los socios", *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 19, pp. 39-56.

Ed CROOKS (2013), "[Hess Says Singer Paying Board to Liquidate Oil Company](#)", *Bloomberg*, 26.3.2013.

---(2013a), "[Hess and Elliot Management Fight Hots Up Ahead of Annual Meeting](#)", *Financial Times*, 6.5.2013.

Lawrence CUNNINGHAM (2013), "[Prof. Bainbridge on Hess: Critics Still Not There Yet](#)", en el blog *Concurring Opinions, the Law, the Universe, and Everything*, 1.5.2013.

---(2013a), "[Director Bonuses for Performance, Prawf Debate and Bigger Picture for Hess](#)", en el blog *Concurring Opinions, the Law, the Universe, and Everything*, 23.5.2013.

Lawrence CUNNINGHAM & Stephen BAINBRIDGE (2013), "[Can Corporate Directors Take third party Pay from Hedge funds?](#)", *Stephen Bainbridge's Journal of law, Politics, and Culture*, (8.4.2013).

Brian R. CHEFFINS & John ARMOUR (2011), "The past, Present and Future of Shareholders Activism by Hedge Funds", *Journal of Corporation Law*, vol. 37, pp. 51 y ss.

Guillermo E. DABOS & Denise M. ROUSSEAU (2004), "Mutuality and Reciprocity in the Psychological Contracts of Employees and Employers", *Journal of Applied Psychology*, vol. 89, pp. 52-72.

Steven M. DAVIDOFF (2013), "Upping the Ante in a Play for a Stronger Board", *The New York Times*, 4.3.2013.

María Luisa DE ARRIBA FERNÁNDEZ (2004), *Derecho de grupos de sociedades*, Dykinson, Madrid.

Henri DE PAGE (1952), *Traité élémentaire de droit civil belge*, vol. V, Bruylant, Bruselas.

Luís Díez-PICAZO (1979), *La representación en derecho privado*, Civitas, Madrid.

Melvin A. EISENBERG (1993), "The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law", *Fordham Law Review*, vol. 62, pp. 437-468.

Jon ELSTER (1992), *El cemento de la sociedad. Paradojas del orden social*, Gedisa, Barcelona.

Ludwig ENNECERUS & Heinrich LEHMAN (1966), *Derecho de obligaciones*, 3ª ed., vol II-1, Publicaciones Jurídicas Bosch, Barcelona.

Richard EPSTEIN (1993), "Holdouts, Externalities, and the Single Owner: One More Salute to R. Coase", *Journal of Law & Economics*, vol. 36, pp. 553 y ss.

Gaudencio ESTEBAN VELASCO (2007), "Reorganización de la composición del consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes", *Revista de derecho de sociedades*, núm. 27, pp. 85-114.

Ward FARNSWORTH (2007), *The Legal Analyst. A Toolkit for Thinking about the Law*, Chicago University Press, Chicago.

FORUM EUROPEUM, "Por un derecho de los grupos de sociedades en Europa", *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 232, pp. 445 y ss.

Jesse M. FRIED (2012), "The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders", *ECGI*, núm. 200, pp. 1-52.

Mónica FUENTES NAHARRO (2008), "Conflictos de intereses en grupos de sociedades: reflexiones a propósito de la STS de 12 de abril de 2007", *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 30, pp. 401-419.

Walter B. GALLIE (1955), "Essentially Contested Concepts", *Proceedings of the Aristotelian Society*, vol. 56, pp. 167-198.

David GELLES (2013), "A Debate Over Paying Board Nominees of Activist Funds", *New York Times*, 26-11-2013.

Daniel GILBERT & Joann S. LUBLIN (2013), "[Board Pay Adds Fuel to Hess Battle](#)", *Wall Street Journal*, 25.3.2013.

Ronald J. GILSON & Jeffrey N. GORDON (2013), "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights", *Columbia Law Review*, vol. 113, pp. 863-927.

María del Carmen GONZÁLEZ CARRASCO (2013), "Comentarios art. 1720" en Rodrigo BERCOVITZ (Dir.), *Comentarios al Código Civil*, vol. VIII, Tirant Lo Blanch, Valencia, pp. 1766 y ss.

Alvin W. GOULDNER (1960), "The Norm of Reciprocity", *American Sociological Review*, vol. 25, pp. 161 y ss.

Paul DAVIES (2008), *Gower & Davies: Principles of Modern Company Law*, 8ª ed., Sweet & Maxwell, London.

Antonio GULLÓN BALLESTEROS (1968), *Curso de Derecho Civil. Contratos en especial*, Madrid .

María GUTIERREZ & Josep A. TRIBÓ (2012), "Ownership Structure and Minority Expropriation in Non-Listed Firms: The Case for Multiple Large Shareholders", *Applied financial economics*, vol. 22, pp. 2075-2083.

Christopher HELMAN (2013), "[Elliot And Hess Trade Tit For Tat Ahead of Proxy Showdown](#)", *Forbes*, 13.5.2013.

HÜFFER (2000), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München .

Robert C. ILLIG (2009), "Hedge Funds: The Missing Link in Executive Pay Reform", *Banking & Financial Services Policy Report*, vol. 28, pp. 10 y ss.

Louis KAPLOW & Steven SHAVELL (1994), "Accuracy in the Determination of Liability", *Journal of Law & Economics*, vol. 37, pp. 1-15.

David KERSHAW (2009), *Company Law in Context*, Oxford University Press, Oxford.

José Luís LACRUZ BERDEJO (1996), *Elementos de Derecho Civil*, vol. II, Tirant Lo Blanch, Barcelona.

Jose LEÓN ALONSO (1991), "Comentarios art. 1720" en Cándido PAZ-ARES, Luís DíEZ-PICAZO, Rodríguez BERCOVITZ y Pablo SALVADOR (Coords.), *Comentario del Código Civil*, vol. II, Civitas, Madrid, pp. 1552 y ss.

Martin LIPTON (2013), "[Shareholder Activism Update. Bylaw Protection Against Dissident Director Conflict/Enrichment Schemes](#)", *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 10.5.2013.

---(2013a), "[Empiricism and Experience; Activism and Short-Termism; the Real World of Business](#)", *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 25.10.2013.

Oriol LLEBOT (1996), "El sistema de la responsabilidad de los administradores", *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 7, pp. 49-70.

---(1996a), *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid.

Chris A. MALLIN (2013), *Corporate Governance*, 4ª ed., Oxford University Press, Oxford.

Rafael MATEU DE ROS (2007), *El Código unificado de gobierno corporativo*, Aranzadi, Madrid.

Gustavo MINERVINI (1959), *El Mandato*, Bosch, Barcelona.

MORRISON & FOERSTER (2013), "Hess Corporation and Elliot management Corporation. Chronology of Events Surrounding Proxy Contexts for Board Control".

Simon MORTIMORE (2009), *Company Directors. Duties, Liabilities, and Remedies*, Oxford University Press, Oxford.

John T. NOONAN (1984), *Bribes*, University of California Press, Los Angeles-Berkeley.

Cándido PAZ-ARES (1991), "Comentario del art. 1683", en Cándido PAZ-ARES, Luís DíEZ-PICAZO, Rodrigo BERCOVITZ y Pablo SALVADOR (Dirs.), *Comentario del Código Civil*, vol. II, Civitas, Madrid, pp. 1420 y ss.

---(2002), "Por un derecho de sociedades reflexivo", *Expansión*, 25.5.2002.

--- (2005), "Directors Duties and Liabilities: A Framework for Law Reform in Latin America", en Ella GEPKEN-JAGER, Gerard VAN SOLINGE & Luika TIMMERMAN (Eds.), *VOC 1602-2002, 400 Years of Company Law*, Deventers, pp. 317-387.

--- (2005), "The Fiduciary Duties of Directors: A Proposal for Improving Corporate Governance in Latin America", en Stephen TULLY (Ed.), *Research Handbook on Corporate Legal Responsibility*, Cheltenham-Northampton.

---(2006), *¿Dividendos a cambio de votos?*, McGraw-Hill, Madrid.

---(2007), *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid.

---(2008), "La retribución de los consejeros ejecutivos", *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, T. 47, pp. 267-372.

---(2009), "Ad impossibilia nemo tenetur (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores)", *La Ley*, núm. 7136.

---(2011), "Fundamento de la prohibición de los sindicatos de voto para el consejo", en Juan Carlos SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, Fernando OLEO BONET y Aurora MARTÍNEZ FLÓREZ (Coords.), *Estudios de Derecho Mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, Civitas-Thomson Reuters, Pamplona.

---(2011a), "Fundamento de la prohibición de los sindicatos de voto para el consejo", *InDret 4/2010* (www.indret.com).

---(2013), "Retribuciones externas y deber de lealtad de los administradores", en Ana María TOBÍO RIVAS, Ángel FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR y Anxo TATO PLAZO (Eds.), *Estudios de Derecho*

Mercantil. Libro homenaje al Prof. Dr. Dr. H.c. José Antonio Gómez Segade, Marcial Pons, Madrid, pp. 281-292.

Pedro PORTELLANO DÍEZ (1996), *El deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocio*, Estudios Derecho Mercantil, Madrid.

Javier PÉREZ-ARDÁ (2006), "Pactos parasociales", en Fernando VIVES RUIZ y Javier PÉREZ-ARDÁ (Coords.), *La sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, pp. 161-216.

Marco PERUGINI, Marcello GALLUCCI, Fabio PRESAGHI & Anna Paola ERCOLANI (2003), "The Personal Norm of Reciprocity", *European Journal of Personality*, vol. 17, pp. 251-283.

Jim POLSON (2013), "[Hess Says Singer Paying Board to Liquidate Oil Company](#)", *Bloomberg*, 26.3.2013.

Proxy Statement del Annual Meeting of Stockholders of Hess Corp., 2013, disponible en el página web de la SEC (<http://www.sec.gov/>).

Andrés RECALDE CASTELLS (2011), "Reflexiones en relación con la Directiva sobre los derechos del socio en las sociedades cotizadas y su incorporación al derecho español" en Niccol ABRIANI y José Miguel EMBID IRUJO (Dirs.), *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, Tirant Lo Blanch, Valencia, pp. 72-73.

Vicenç RIBAS FERRER (2010), *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, La Ley, Madrid.

Mark J. ROE (2013), "Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom", *Business Lawyer*, vol. 68, pp. 977-1006. (2013).

Usha RODRIGUES (2013), "[More on Hedge Funds' Director Bonuses](#)", *The Conglomerate*, 4.5.2013.

Giovanni SARTORI (2007), *Teoría de la democracia*, Alianza, Madrid.

Fernando SAVATER (2012), *Ética de urgencia*, Ariel, Barcelona.

Frederick SCHAUER (1992), *Playing by the Rules*, Oxford University Press, Oxford.

Gustav L. SCHMIDT (2013), "[Will Director Compensation Be the Next Target](#)", *The Securities Edge*, 11.4.2013.

Allison SIDER (2013), "[Proxy Firm Urges Hess Shareholders to Vote for Dissident Nominees](#)", *Euroinvestor*, 2.5.2013.

Lionel SMITH (2013), "Deterrence, Prophylaxis and Punishment in Fiduciary Obligations", *Journal of Equity*, vol. 7, pp. 87-104.

Manuel SAMPONS DELGADO (1960), *El mandato*, Madrid.

Michael SANDEL (2000), *El liberalismo y los límites de la justicia*, Gedisa, Barcelona.

Robert H. SITKOFF (2011), "The Economic Structure of Fiduciary Law", *Boston University Law Review*, vol. 91, pp. 1039 y ss.

Lynn STOUT (2011), *Cultivating Conscience. How Good Laws Make Good Persons*, Princeton University Press, Princeton.

Cass R. SUSTEIN (1996), "On the Expressive Function of Law", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 144, pp. 2021-2053.

Michael J. TREBILCOCK (1993), *The Limits of Freedom of Contract*, Harvard University Press, Harvard.

Guenter TREITEL (2003), *The Law Of Contract*, 11ª ed., Sweet & Maxwell, London.

Viktor J. VANBERG, en Lucian KERN y Hans Peter MÜLLER (Eds.) (2000), *La justicia, ¿discurso o mercado?*, Gedisa, Barcelona.

Jeremy WALDROM (1994), "Vagueness in Law and Language. Some Philosophical Issues", *California Law Review*, vol. 82, pp. 509 y ss.

David YERMACK (2010), "Shareholder Voting and Corporate Governance", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 2, pp. 1-23.

Luigi ZINGALES (2009), "The Future of Securities Regulation", *Journal of Accounting Research*, vol. 47, pp. 391-426.

Wolfgang ZÖLLNER (2000), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln-Berlin-Bonn-München.