

Barbari ad portas: la prohibición de la retribución externa como arma defensiva

Maribel Sáez Lacave
Universidad Autónoma de
Madrid y ECGI

-

Sumario

-

Este trabajo analiza el sistema de retribución supletoria o golden leash que los socios activistas utilizan con frecuencia para incentivar a sus consejeros dominicales en los órganos de administración de la sociedad. Esta práctica está, en apariencia, y salvo dispensa de la junta, prohibida en el Derecho de sociedades español. Hasta el momento, la cuestión no ha suscitado apenas debate doctrinal entre nosotros. Este trabajo ofrece una visión crítica de la aproximación prevalente en España y de sus preconcepciones subyacentes.

Según la tesis aquí defendida, entre las reglas relativas a los deberes de lealtad se cobijan en España dos reglas dirigidas a prevenir que administradores dominicales minoritarios accedan a los consejos de administración sin el consentimiento de los socios de control: la regla del conflicto permanente ex art. 229.1 f) LSC y la prohibición de remuneraciones externas del art. 229.1 e) LSC. El verdadero alcance de ambas consiste en el blindaje del poder de la mayoría para configurar el consejo de administración y desarticular el sistema de representación proporcional. Este régimen coloca acaso a España a la cabeza de las jurisdicciones menos propicias al activismo accionarial de entre los países desarrollados.

En relación con las retribuciones de tercero se analiza la ratio de la regla -el fundamento fiduciario-, la situación en el Derecho comparado, así como el mecanismo de autorización o dispensa en manos de la mayoría. La conclusión que se alcanza es que las compensaciones de tercero pueden tener efectos beneficiosos para la sociedad y que el sistema de dispensa de la LSC no está bien calibrado para ajustar y moderar los rigores de una prohibición configurada en términos amplísimos. Se propone una interpretación que reduce teleológicamente la prohibición a los supuestos de conflicto de interés. En consecuencia, este tipo de retribuciones deben considerarse admisibles si son transparentes y alineadas con el interés de la sociedad.

Abstract

-

This article analyzes the supplementary compensation system or “golden leash” that activists often use to incentivize their nominee directors in the boards where they are present. Spanish Corporate Law contains an overarching ban of any kind of third-party remuneration. Thus far, the current solution has stirred very little controversy in Spain. This paper offers a critical stance on the Spanish approach and solution. The view expressed in the article is that, among the Spanish rules on fiduciary duties (provisions to prevent directors from making conflicted decisions), there are two tricky instruments whose true aim is to prevent the nomination of minority directors to the board without the consent of the controlling shareholder(s): the permanent conflict rule and the prohibition of third-party remuneration. Their (actual, though undisclosed) function is to shield or secure the power of the majority to nominate the board and counteract the effects of the cumulative system. This regime places Spain at the top of the

most unfriendly jurisdictions for shareholder activism among developed economies.

The paper analyzes in detail the rationale of the ban -the fiduciary basis- and the authorization in the hands of the majority. The conclusion is that the golden leash can be beneficial for the corporation, and the waiver foreseen in Spanish Law is maladjusted to counteract the rigors of a very broadly configured prohibition. The paper advocates a narrow interpretation of the rule, limited to situations of conflicts of interests. According to this view, golden leashes should be legal if transparent and aligned to the interest of the corporation.

Title: *Barbari ad portas: golden leash prohibition as defensive weapon*

-

Palabras clave: Remuneraciones externas, Activismo, Consejeros dominicales, Deberes de lealtad.

Keywords: *Third-party remuneration, Activism, Nominee directors, Fiduciary duties.*

-

DOI: 10.31009/InDret.2022.i3.02

3.2022

Recepción

01/06/2022

-

Aceptación

07/07/2022

-

Índice

-

1. Introducción

2. ¿Sirve el golden leash al buen gobierno corporativo?

2.1. Instrumento de reclutamiento de los mejores

2.2. Mecanismo de alineamiento con el interés de los socios

2.3. Mecanismo para impulsar la calidad del proceso deliberativo del consejo

3. La introducción de la regla del art. 229.1.e) LSC

4. La ratio de la prohibición: la perspectiva fiduciaria

4.1. El reparo relativo al interés particular del socio que remunera al consejero

a. El análisis empírico

b. El análisis dogmático

4.2. El reparo referente a la vinculación del dominical al socio que lo retribuye

a. La doble relación de agencia del consejero dominical

b. El contrato relacional

c. Remuneraciones externas vs. remuneraciones internas

4.3. El reparo concerniente a la estructura del suplemento remuneratorio

5. La falacia de la dispensa

5.1. La dispensa como mecanismo de corrección de la imperatividad

5.2. Las condiciones “garantistas” de la dispensa

5.3. ¿Por qué tiene que autorizar la Junta una remuneración que no satisface la sociedad?

6. Enmendando los desajustes de la prohibición

7. Bibliografía

-

Este trabajo se publica con una licencia Creative Commons

Reconocimiento-No Comercial 4.0 Internacional 

1. Introducción^{1*}

La reforma de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC) operada en 2014 revisa en profundidad la materia de los deberes de lealtad de los administradores en nuestro sistema legal. Se trataba, sin duda alguna, de una puesta al día necesaria y ampliamente demandada, que venía a cubrir un flanco muy expuesto de nuestro derecho de las relaciones fiduciarias -el derecho que gobierna las relaciones principal-agente-. Conviene recordar que el núcleo originario del entramado general de regulación de estas relaciones se encuentra en el venerable régimen codificado del contrato de mandato y que el Derecho de sociedades no había acometido su racionalización y actualización para el entorno empresarial y societario, en el cual, justamente, las relaciones fiduciarias presentan mayor complejidad y relevancia. Por eso no es de extrañar que la modificación legal del 2014 haya sido bien recibida por la doctrina y se puede decir que nos ha puesto a la altura de las jurisdicciones más avanzadas en gobierno corporativo.

Pero acaso no es obligado felicitarse por todas las innovaciones introducidas en aquella reforma. El art. 229.1 LSC se ha utilizado también como una suerte de caballo de Troya para camuflar entre las medidas dispuestas para combatir los conflictos de interés otras de defensa del control societario. Varias de ellas debieran suscitar preocupación. El propósito de estos blindajes es justamente servir de munición a los socios mayoritarios para repeler la entrada de dominicales minoritarios en los consejos de administración. En términos bélicos, estaríamos ante un nuevo episodio de atrincheramiento de los accionistas mayoritarios frente a los minoritarios que ellos consideran los nuevos bárbaros que amenazan su poder llamando a las puertas de los consejos².

El primero de tales blindajes viene dado por el llamado conflicto permanente, residenciado en el apartado h) del precepto citado. Da cobijo legal a la doctrina del competidor³, que fue concebida por los tribunales para permitir la revocación por la Junta (por la mayoría, claro) del nombramiento de los administradores designados a través del sistema de representación proporcional.

Este blindaje traba la entrada al órgano de administración de consejeros dominicales minoritarios cuya presencia no ha sido consensuada con los socios de control. También, aun en el caso en que existiera este consenso inicialmente, facilita el cese del dominical minoritario por decisión exclusiva del socio o socios mayoritarios cuando el minoritario ha perdido el favor de aquellos. Esto, qué duda cabe, confiere un arma poderosa para mantener la disciplina y

^{1*} Maribel Sáez Lacave (maribel.saez@uam.es). La autora quiere agradecer a Adrián Segura y Sheila Canudas su asistencia en la edición de este trabajo. También a los evaluadores que han dedicado dedicación y tiempo a revisar el trabajo, y cuyas sugerencias han contribuido a mejorarlo. Este artículo está destinado al Estudio Homenaje del profesor Ricardo Alonso Soto. La presente investigación ha recibido la financiación del proyecto del Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades, "Gobierno Corporativo: el papel de los socios" (Ref.: PGC2018-097984-B-100).

² El título del trabajo está inspirado en el libro del periodista del Wall Street Journal, J. Borrough, que describió toda una época del gobierno corporativo -la de las opas hostiles- con *Barbarians at the gates: The fall of RJR Nabisco*. El libro -encabezado por la expresiva analogía con la caída del imperio romano- está basado en la opa hostil sobre Nabisco, que finalmente fue adquirida mediante un LBO diseñado por KKR (Kohlberg, Kravis Roberts).

³ Esta doctrina la he abordado por extenso en otro trabajo reciente: SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Consejeros dominicales minoritarios y buen gobierno corporativo», InDret, vol.1, 2022, pp.1 ss.

evitar una eventual falta de alineamiento en el futuro entre socio de control y el minoritario con presencia en el consejo.

El segundo blindaje se encuentra en la prohibición de remuneraciones externas del apartado e) del art. 229.1 LSC. Al igual que en el caso anterior, los administradores más directamente afectados por la proscripción legal son los dominicales minoritarios, en clara referencia a la práctica de los fondos activistas o *hedge funds* de remunerar a sus consejeros, conocida habitualmente en la literatura internacional de Derecho de sociedades como “*golden leash*”⁴.

Ambos blindajes corporativos frente a la entrada de dominicales minoritarios están bien pergeñados para asegurar su cumplimiento. Sin embargo, su exigencia y cumplimiento no se realizan a través de la acción de responsabilidad, que es la consecuencia jurídica habitual de la contravención de un deber de lealtad, sino a través de medidas que desincentivan el intento de los minoritarios de obtener representación. Lo que viene a corroborar que el propósito último de tales reglas prohibitivas es obstaculizar la entrada de los nuevos “bárbaros” y evitar el envite por el control y no tanto disciplinar a los administradores que han puesto otros. Por eso, si se contravienen las disposiciones legales que establecen estos blindajes, el riesgo principal y más probable que asume el dominical minoritario es el de ser cesado por la Junta so pretexto de que su *dominus* tiene un interés “opuesto” al de la sociedad ex art. 224.2 LSC: se le tildaría de competidor, cortoplacista, o de encarnar cualquier otro peligro abstracto para la sociedad para con ello motivar su destitución. El lema es claro: “no se puede permitir que los bárbaros traspasen las puertas de Roma”.

Adicionalmente, el abono de remuneraciones externas no autorizadas llevaría aparejada en principio -y parece que de manera automática, o casi- la acción de enriquecimiento ex art. 227.2 LSC. La fundamentación jurídica de este remedio en relación con los deberes de lealtad de los administradores y su aplicación al supuesto particular de las remuneraciones externas precisa de ulteriores reflexiones, en las que me adentraré en un estudio separado. De momento, baste hacer una observación para tomar conciencia de la extravagancia del caso. La acción de enriquecimiento injusto tiene fuerte capacidad de disuasión, por lo que se antoja muy eficaz en principio para retraer a los socios disidentes de su empeño. Pero, además, en rigor, es un remedio cuestionable en este contexto, pues las retribuciones adicionales no son en puridad ganancias obtenidas con ocasión de la relación fiduciaria entre el administrador y la sociedad, sino de la que existe entre el consejero dominical y su *dominus*. Es decir, no representan un enriquecimiento del administrador a costa de la sociedad. De hecho, es la acción de enriquecimiento atribuida a la sociedad lo que permitiría que esta (y el socio o socios de control de manera prioritaria) se beneficiaran de remuneraciones abonadas por el *dominus* al consejero dominical.

Así pues, las reflexiones anteriores despiertan sospechas de que puede utilizarse una reforma legal encaminada a combatir los conflictos de interés de los administradores que pueden

⁴ La práctica americana conoce las remuneraciones externas bajo el término de “*sponsor compensation*”. El término *golden leash*, se atribuye a Victor J. ZALESCHUK, presidente del consejo de Agrium Inc, que lo utilizó en tono peyorativo para desacreditar al fondo activista Jana Partners, al que se enfrentó en un proxy fight. CAIN, Matthew D. et al., «How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 164, 2016, p. 652. Esta terminología se utiliza de una manera neutra por parte de la literatura especializada, al margen de la connotación negativa que pudo tener en sus orígenes.

destruir valor de la empresa para camuflar instrumentos de blindaje de los intereses particulares de los socios que ostentan el control frente a los retos de los socios disidentes.

Lo que importa reseñar a continuación es que esta estrategia de defensa -de los socios mayoritarios- no es una buena noticia para la creación de valor de nuestras sociedades y para nuestro gobierno corporativo.

De hecho, la literatura internacional sobre gobierno corporativo es muy crítica con los blindajes precisamente porque favorecen el atrincheramiento de los *insiders*. La decisión sobre la adopción de blindajes plantea de manera estructural un *trade-off* entre, de una parte, la oportunidad de dotarse de contramedidas defensivas para repeler una amenaza externa y grave para la sociedad (para evitar una pérdida de valor de la misma) y, de otra, el incurrir en costes asociados al atrincheramiento y refuerzo de quienes ya controlan la sociedad (al incrementarse los costes de agencia, disminuye el valor de la sociedad)⁵.

A este análisis global o general en materia de medidas que favorecen el “*insider entrenchment*”, se añade en el caso que nos ocupa otra posible línea de cuestionamiento o de reproche. Los blindajes frente a la entrada de los socios minoritarios en los consejos interfieren en los mecanismos habilitados por la ley para dar voz a los minoritarios y facilitar el activismo accionarial. Es decir, se restringe de manera indebida la capacidad de los socios de nominar y elegir a los administradores a través de las reglas previstas a tal fin, en particular, a través del sistema de representación proporcional del art. 243 LSC, y, en su caso, se facilita una vía a los mayoritarios para deshacerse de ellos cuando les convenga. En consecuencia, la combinación de la doctrina del competidor y la tajante prohibición de remuneraciones externas sitúan a nuestro ordenamiento entre las jurisdicciones de nuestro entorno económico, jurídico y cultural que muestran y expresan en su regulación societaria mayor hostilidad hacia los dominicales minoritarios disidentes del control y hacia el activismo accionarial.

En este trabajo me propongo poner el foco en la doctrina de las remuneraciones externas que sustenta la prohibición del art. 229.1 e) LSC. Curiosamente, no se trata de una materia que haya suscitado debate entre nosotros: la interdicción de las remuneraciones externas ha sido bien recibida por la doctrina, que da por buena su conveniencia, sus fundamentos, y su articulación normativa⁶. Llama la atención, no obstante, que esta posición de la ley y de la doctrina española no se compadezca bien con esto se observa en el panorama comparado. Ningún otro

⁵ Los blindajes se suelen justificar por beneficiar el crecimiento a largo plazo. Sin embargo, la literatura más atenta contrasta el fundamento de este juicio apriorístico (que, además, no parece venir avalado por la evidencia empírica). V. BEBCHUK, Lucian A., «The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value», *Columbia Law Review*, vol. 113, 2013, pp. 1637 ss.; ROE, Mark J., «Corporate Short-Termism –in the Boardroom and in the Courtroom», *The Business Lawyer*, vol. 68, 2013, pp. 977 ss. y FRIED, Jesse M., «The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders», *Yale Law Journal*, vol. 124, 2015, pp. 1554 ss. Esta literatura cuestiona los beneficios de dar más poder a los socios que tienen inversiones a largo plazo en las sociedades cotizadas.

⁶ El trabajo de referencia sobre la materia antecede a la ley y sienta las bases de la cuestión entre nosotros, v. PAZ-ARES, Cándido, «La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, vol.1, 2014, pp. 1 ss. La doctrina que se ha ocupado de la cuestión se ha limitado en buena medida a reproducir y hacerse eco de tales posiciones. Esto pone en evidencia de nuevo lo refractario de nuestro debate jurídico a la literatura internacional sobre gobierno corporativo. De hecho, es el propio PAZ-ARES quien se hace eco de las contribuciones internacionales, aunque solo sea para reubicar, más que revisar, sus tesis, v. PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España*, Centro de estudios, Madrid, 2019, pp. 124-128.

ordenamiento de nuestro entorno recoge una prohibición expresa a la remuneración por parte de terceras personas. A falta de proscripción específica, la aproximación del Derecho comparado hacia este tipo de remuneraciones externas es de tolerancia en la medida en que no se aprecie un conflicto de interés relevante. También la literatura internacional más atenta -esencialmente proveniente de Estados Unidos- cuestiona que se repriman con carácter general tales retribuciones especiales. Finalmente, la evidencia empírica pone de manifiesto que los mercados de capitales penalizan los blindajes estatutarios que inhabiliten al consejero por recibir complementos retributivos por parte del socio que los designa (v. *infra* 4.2.d). Todas estas razones -de las que se dará buena cuenta a lo largo de este estudio- reclaman que se reconsidere la doctrina de las remuneraciones externas y se reduzca el ámbito de la prohibición.

2. ¿Sirve el *golden leash* al buen gobierno corporativo?

Como ya se ha avanzado, el propósito de estas páginas es fijar la atención sobre un tipo particular de remuneraciones externas, las que están detrás del interés despertado por la materia y el debate suscitado en el ámbito internacional. Me refiero a la retribución suplementaria que satisfacen los accionistas activistas a los administradores que han sido promocionados por ellos para servir en los consejos (el llamado *golden leash*).

En España, lo habitual es meter todas las remuneraciones externas en el mismo saco y analizarlas en sede de los deberes fiduciarios de los administradores⁷. El reproche fiduciario hacia este tipo de remuneraciones es de tal calibre que conduce, ni más ni menos, que a su prohibición total (salvo, claro está, que el socio mayoritario las dispense mediante acuerdo de Junta). Se viene a decir que la mera existencia de un suplemento retributivo abonado por el socio minoritario a su consejero dominical supedita irremediabilmente al administrador a la agenda cortoplacista del socio e imposibilita su independencia como administrador de la sociedad. Me ocuparé de confrontar esta perspectiva más adelante. De momento, corresponde esforzarse por abrir el foco del análisis para tratar de enjuiciar tales remuneraciones desde un prisma más funcional. Esta forma de suplementar la retribución que la sociedad satisface al administrador por el desempeño de su cargo fue concebida en el entorno empresarial norteamericano con el propósito de incentivar la actuación de los administradores nombrados por los activistas. Estos administradores en concreto se enfrentan a retos específicos que no afectan a otros administradores, como son, entre otros, los de lograr representación en una elección contestada -el *proxy fight*-⁸, soportar el coste de disentir y enfrentarse a los *insiders* que

⁷ PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España*, Centro de estudios, Madrid, 2019, pp. 124-128 se plantea una aproximación más indulgente. Así, afirma en la p. 127, («No obstante, aun cuando ponen de manifiesto que en el caso de los dominicales las retribuciones externas -como indicábamos en un estudio anterior- no revisten “especial gravedad” y avalan una aproximación “más indulgente”, en nuestra opinión no justifican el tratamiento diferencial»).

⁸ Los *proxy fights* presentan muchos obstáculos para las listas minoritarias. Uno importante es la dificultad de convencer a los socios de su capacidad para implementar con éxito sus políticas y dirigir la sociedad, pues, a fin de cuentas, los socios conocen a los que están, pero no a la alternativa, BEBCHUK, Lucian, HART, Oliver, «Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control», *Journal of Financial Economics*, vol. 60, 2001, pp. 3 ss. Sobre el funcionamiento de los proxy fights, v. HIRST, Scott, «Universal Proxies», *Yale Journal on Regulation*, vol. 35, 2018, p. 437 ss; BAINBRIDGE, Stephen., *Advanced Corporation Law*, Foundation Press, St. Paul, 2021, pp. 459 ss; COOLS, Sofie., «Shareholder proposals shaking up shareholder say: a critical comparison of the United States and Europe», en AFSHARIPOUR, Afra; GELTER, Martin (eds.), *Comparative Corporate Governance*, Cheltenham, Edward Elgar, 2021, pp. 302-323.

controlan la sociedad, y promover en su caso la agenda de los activistas para la marcha futura de la sociedad.

El *golden leash*, así mirado, se revela como un fenómeno nuevo en el ámbito del gobierno corporativo, que ha surgido de la mano de los inversores activistas⁹. La cuestión que corresponde dilucidar es si se trata de una innovación beneficiosa -los incentivos así diseñados mejoran el gobierno corporativo y aportan valor a la sociedad-, o perjudicial, -el nuevo sistema de incentivos detrae valor de la sociedad-. En España se han expuesto sobradamente los argumentos que condenan a estas retribuciones como prácticas perjudiciales para el interés de la sociedad (y que se revisarán más adelante, v. *infra* 4). En cambio, las razones que militan en el lado de los beneficios que el *golden leash* proporciona al gobierno de las sociedades parecen haber pasado inadvertidas a la mayoría de la literatura española, aunque estén bien acreditadas por la literatura internacional¹⁰. Merece la pena tomarlas en consideración, al menos como posibilidad: el suplemento retributivo podría aportar ventajas de reclutamiento y de incentivos de los consejeros minoritarios, favorecer el alineamiento entre el administrador y los socios externos y suponer efectos positivos en el proceso deliberativo de los consejos de administración.

2.1. Instrumento de reclutamiento de los mejores

La remuneración externa puede ser un mecanismo beneficioso para el buen gobierno de las sociedades porque facilita el reclutamiento de profesionales con experiencia y prestigio para servir como administradores en los consejos. Uno de los retos del gobierno corporativo es conseguir captar capital humano apto para desempeñar las funciones propias de los consejeros en las sociedades. Parece claro que cuanto mayor sea la calidad de los administradores, las sociedades estarán en mejor posición para adoptar decisiones que creen valor para sus accionistas (y eventualmente para la sociedad en su conjunto)¹¹. Adicionalmente, está bien acreditado en la literatura especializada que la retribución se revela como un instrumento idóneo para atraer talento y alinear al administrador con los intereses de los socios¹². Desde esta óptica, la lógica que subyace a las retribuciones suplementarias estaría vinculada a la

⁹ En este sentido, v. CAIN, Matthew D. et al., «How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 164, 2016,

¹⁰ SHILL, Gregory H. «The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty», *UCLA Law Review*, vol. 64, 2017, pp. 1246 ss.; CAIN, Matthew D. et al. (2016); NILI, Yaron, «Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria Over Activist Paid Directors», *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 18, 2016, pp. 509 ss.; IACOBUCCI, Edward M., «Special Compensation Arrangements for Dissident Directors in Proxy Contests: A Policy Analysis», *Canadian Business Law Journal*, vol. 55, 2015, pp. 365 ss.; PRESTIDGE, Adam, «Activist Compensation of Board Nominees and the Middle Ground Response», *Hastings Business Law Journal*, vol. 11, 2015, pp. 307 ss. Entre nosotros recoge sus postulados PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España*, Centro de estudios, Madrid, 2019, pp. 124-127.

¹¹ GILSON, Ronald, J., KRAAKMAN, Reinier, «Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors», *Stanford Law Review*, vol. 43, 1991, pp. 863 ss.; GILSON, Ronald J., GORDON, Jeffrey N., «Board 3.0: What the Private-Equity Governance Model Can Offer Public Companies», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 32, 2020, p. 51 («The large asset managers have made it clear that the major focus of their corporate governance scrutiny is the quality of the company's directors»).

¹² Sobre los beneficios de la remuneración, v. por todos, BEBCHUK, Lucian, A., FRIED, Jesse M., *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 2004.

necesidad de los activistas de contar con instrumentos para seleccionar y atraer a personas expertas y capacitadas para que les representen en los consejos.

No es dudoso que los fondos activistas cuentan con personas especializadas trabajando para el fondo, sobre todo en materia de reestructuración financiera y gobierno societario. De hecho, en las primeras olas de activismo, era frecuente que los ejecutivos del fondo se sentaran en los consejos de las sociedades en las que obtenían representación¹³. Dominicales puros y duros. Con el tiempo, la estrategia de designación de administradores ha evolucionado hacia el reclutamiento de consejeros independientes -es decir, profesionales de reconocido prestigio y sin vinculación con el fondo- para los puestos en el consejo. Este cambio de orientación está motivado por la voluntad de acreditar que su intervención en las sociedades está en línea con la maximización del interés global de la sociedad. Conforme a dicho propósito, la estrategia de fichar a profesionales del sector que sean independientes de la sociedad y de sus *insiders* -¡y también del propio accionista designante!- ofrece varias ventajas respecto a emplear a dominicales afines.

La primera -y más evidente- es que se rebajan las reticencias respecto a los eventuales conflictos de interés entre el administrador y el accionista activista¹⁴. En el mercado de capitales norteamericano, donde escasean los socios de control, los independientes son los administradores que mejor representan el interés de los socios frente a los ejecutivos, y por eso lo habitual -coincidente con la recomendación de buen gobierno- es que los independientes sean mayoría en los consejos. Es fácil darse cuenta de que en este entorno los dominicales padecen un cierto descrédito: su presencia en los consejos es (aunque cada vez menos) poco habitual y está fuertemente asociada con la dependencia o la lealtad del administrador respecto del socio que lo nombra y lo puede cesar. Esta doble lealtad hacia la sociedad y el *dominus* despierta el recelo de que el administrador se permita perseguir el interés del socio que lo propone a costa del interés de los otros socios, y conduce en la práctica a un escrupuloso escrutinio judicial de estos supuestos¹⁵. Como el derecho de sociedades norteamericano penaliza seriamente a los dominicales -los mayoritarios y los minoritarios, conviene aclarar-, los adversarios de los activistas han visto en la falta de dependencia una vía prometedora para sus fines y han cargado las tintas respecto de la vinculación fiduciaria y las acusaciones de

¹³ SHILL, Gregory H. «The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty», *UCLA Law Review*, vol. 64, 2017, p.1268 (“activists historically have sought to appoint principals of the fund to the boards of their targets”).

¹⁴ SHILL, Gregory H. «The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty», *UCLA Law Review*, vol. 64, 2017, p. 1256.

¹⁵ VEASEY, E. Norman, DI GUGLIELMO, Christine T., «How Many Masters Can a Director Serve? A Look at the Tensions Facing Constituency Directors», *The Business Lawyer*, vol. 63, 2008, pp. 761- 763.

cortoplacismo¹⁶. Por eso, eliminar la vinculación del administrador al fondo activista y acreditar buena reputación como independiente hace perder fuerza a este tipo de reproches.

La segunda virtud que proporciona la selección de personas independientes para los fines de los activistas tiene que ver con su idoneidad como candidatos a ser elegidos miembros del consejo¹⁷. De acuerdo con el sistema electoral norteamericano de listas competidoras -el *proxy fight*-, el socio activista minoritario solo podrá obtener representación en el consejo si consigue que los inversores institucionales voten a sus candidatos.

La articulación del sistema electoral por parte del derecho de sociedades es clave para facilitar la representación de los socios minoritarios. Así, si hay socios de control, el sistema electoral societario para elegir a los administradores va a estar necesariamente dominado por quien tenga la mayoría de los votos, y justamente por eso nuestra normativa societaria corrige el sistema mayoritario para dar voz a los minoritarios a través del sistema de representación proporcional. En cambio, cuando no hay socios de control, como sucede en el caso norteamericano, los socios votarán la lista que presenten los administradores, salvo que se trate de una elección disputada o contestada. Entonces, si los activistas presentan candidatos alternativos a la lista oficial, han de contar necesariamente con el respaldo de otros socios significativos (típicamente, los inversores institucionales) para obtener representación en el consejo. De hecho, los inversores externos pueden ver en estos “superdirectores” propuestos por los activistas una fórmula más eficaz para defender sus intereses que la vía de los consejeros independientes al uso. Los independientes carecen, como colectivo, de la información, la experiencia empresarial, y la motivación necesaria para optimizar el rendimiento de la sociedad, que son justamente las ventajas que ofrecen los candidatos de los activistas¹⁸. Esta combinación de elementos conduce a que los consejeros independientes tiendan a respaldar las decisiones de los *insiders* en los consejos (en parte, por la dinámica y la presión en favor del consenso y la unanimidad en los órganos colegiados)¹⁹, mientras que los administradores designados por los socios minoritarios sean más proclives a confrontar y disentir de sus políticas.

¹⁶ BAINBRIDGE, Stephen, «Can Corporate Directors Take Third Party Pay From Hedge Funds?», (disponible en <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2013/04/can-corporate-directors-take-third-party-pay-from-hedge-funds.html>), última consulta el 21 de mayo de 2022, afirma que si esta práctica «*is not [already] illegal, it ought to be*»; COFFEE, John C. Jr., «Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or Bribes?», *CLS Blue Sky Blog*, (disponible en <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/04/29/shareholder-activism-and-ethics-are-shareholder-bonuses-incentives-or-bribes>), última consulta el 21 de mayo de 2022. Este autor lo asimila a los sobornos, y pronostica que su tolerancia llevaría a «*[.] in a broad range of control and proxy fights, with the long-term result being a shift towards greater risk and leverage*»; LIPTON, Martin, «Bylaw Protection Against Dissident Director Conflict/Enrichment Schemes», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, disponible en (<https://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/05/>), última consulta el 21 de mayo de 2022.

¹⁷ NILI, Yaron, «Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria Over Activist Paid Directors», *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 18, 2016, pp. 539 ss.

¹⁸ KASTIEL, Kobi, NILI, Yaron, «“Captured Boards”: The Rise of Super Directors and the Case for a Board Suite», *Wisconsin Law Review*, vol.1, 2017, pp.19 ss.

¹⁹ Esto es lo que se llama “*groupthink*”, y se refiere a la tendencia de los grupos muy cohesionados, como es el caso de los consejos, a censurar implícitamente los puntos de vista no preferidos por el grupo, y, de hecho, cualquier información que contradiga o sea inconsistente con la preferencia del grupo. V. LANGEVOORT, Donald C., «The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms and the Unintended Consequences of Independence and Accountability», *Georgetown Law Journal*, vol. 89, 2000, pp. 797-810.

En consecuencia, si los activistas quieren tener éxito, han de demostrar que sus candidatos cumplen con los requisitos de competencia y compromiso con el interés de los socios externos para captar el apoyo necesario. Esto significa, en primer término, que deben afanarse por atraer talento a sus filas y asegurarse la experiencia y buena reputación de sus candidatos. Si voces expertas en la industria apoyan el plan de choque que los activistas han ideado para la sociedad, y aprueban su viabilidad y probabilidad de éxito, el favor de los inversores institucionales caerá más fácilmente de su lado. Pero, en segundo término, también supone que deben convencer y persuadir a otros socios significativos de que su candidato va a actuar en el interés de todos los accionistas y no únicamente al servicio de los intereses del fondo activista. Al final, y a diferencia de lo que sucede con los socios de control, los socios minoritarios que buscan influir en las sociedades están obligados a adoptar prácticas de buen gobierno que faciliten obtener el favor de otros inversores. Por eso, cuando se habla de los riesgos de la entrada de los socios minoritarios en los consejos para el interés de la sociedad (entre nosotros se ha catalogado a veces como “balcanización de los consejos”²⁰), se pasa por alto con demasiada frecuencia que su influencia se limita a recabar el apoyo de los demás, frente al poder de los dominicales de control, que no necesitan persuadir al resto de la bondad de sus propuestas para sacarlas adelante.

A la vista de lo expuesto, podemos concluir que, dada la preferencia de los inversores institucionales por los consejeros independientes, el sistema de remuneración externa a cargo del fondo permite ampliar el *pool* de dominicales de la casa para incluir a personas competentes y expertas en el sector específico de la industria en el que la sociedad desarrolla su actividad. Esta labor no es sencilla, porque los candidatos más codiciados, además de cobrar sueldos altos, suelen tener reticencias a la hora de representar a un fondo activista²¹. La tarea de representación de los activistas no es muy apetecible para un consejero: saben de antemano que no van a ser recibidos con los brazos abiertos en el consejo porque, al personificar la voz disidente y fiscalizadora, tendrán que enfrentarse a la mayoría. Esta situación de oposición al control les convierte en fácil diana de las críticas: no es difícil colgarles el sambenito de cortoplacistas, de desestabilizadores de los consejos, y de usurpadores de información confidencial.

Por ello, la retribución es un instrumento primordial para atraer a los expertos de primer nivel, con buena hoja de servicios en su haber, y motivados para servir en consejos divididos y hostiles. En palabras de Steve DAVIDOFF SAMUELSON: *“if you need good people to run for these positions and clean up the company, it is going to cost money”*²².

2.2. Mecanismo de alineamiento con el interés de los socios

La remuneración externa, como cualquier otra compensación, es ante todo un sistema de incentivos para espolear a los administradores a esforzarse para conseguir los objetivos

²⁰ PAZ-ARES, Cándido, «La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, vol.1, 2014, pp. 37-39. Sobre el consenso y la cohesión de los consejos, v. SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Consejeros dominicales minoritarios y buen gobierno corporativo», *InDret*, vol.1, 2022, pp.63 ss.

²¹ NILI, Yaron, «Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria Over Activist Paid Directors», *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 18, 2016, pp. 543 ss.

²² DAVIDOFF SOLOMON, Steven, «Upping the Ante in a Play for a Stronger Board», *New York Times*, (disponible en [http://dealbook.nytimes.com/2013/04/02/upping-the-ante-in-a-play-for-a-stronger-board/?r=1](http://dealbook.nytimes.com/2013/04/02/upping-the-ante-in-a-play-for-a-stronger-board/) [https://perma.cc/BXG7-DTAD]), última consulta el 21 de mayo de 2022.

marcados. De hecho, la retribución es el mecanismo de incentivos más eficaz para reducir los costes de agencia de los administradores y alinearlos con el interés de los socios²³.

Una de las tentaciones de las conductas oportunistas mejor acreditadas de los administradores es la falta de compromiso para maximizar el valor de la sociedad, esto se conoce como “la vida tranquila”: como la supervisión de su actuación es limitada, van a tratar de orientar su esfuerzo para evitar riesgos y pérdidas de valor (el peor escenario sería el concurso), en lugar de aplicarse para aumentar el rendimiento de la sociedad²⁴. Esta conducta no se corrige fácilmente con incentivos jurídicos, como los deberes de lealtad, que buscan castigar y desalentar las conductas reprochables, pero no sirven claramente para incentivar las más deseables, como el tesón o el empeño en aumentar el valor de la sociedad. La única manera de incitar a los administradores a mejorar su esfuerzo y el rendimiento de la sociedad es a través de incentivos positivos, como es la retribución. Esta hipótesis está sobradamente contrastada en el caso de los ejecutivos²⁵. Desde esta perspectiva, el *golden leash* es una manera novedosa de compensar a los administradores nominados por los activistas para que impulsen su agenda, a sabiendas de que es una tarea incómoda y poco grata.

Pues bien, una vez puesto en valor el carácter de la remuneración como incentivo positivo, se desprende que la actuación maximizadora del valor social llevada a cabo por los administradores minoritarios beneficiará a todos los socios en su conjunto. Si el propósito de los activistas es impulsar el rendimiento de la sociedad, y a tal fin se estructura el paquete de incentivos retributivos de los consejeros que representan sus intereses, sus logros repercutirán en beneficio de los socios externos. Bien mirado, si el valor de la sociedad aumenta, los socios en su conjunto se aprovechan de un sistema de incentivos que ni han costado ni han tenido que vigilar o supervisar. Esto se corresponde con la noción de la externalidad positiva. Lo que sucede es que no todos los socios ganan con la entrada de los activistas. Si la presencia de los activistas pone en jaque la extracción de beneficios privados del control por parte de ejecutivos y socios mayoritarios, el incremento de los beneficios repartibles puede no compensar la pérdida de beneficios privados para los *insiders*, esto explicaría la animosidad frente a los activistas.

2.3. Mecanismo para impulsar la calidad del proceso deliberativo del consejo

Finalmente, el tercer beneficio que aportan las retribuciones externas se refiere al funcionamiento de los consejos de administración. La intuición es que cualquier instrumento que facilite la representación de los accionistas minoritarios en los consejos a través de consejeros expertos e incentivados, repercutirá en la calidad del proceso deliberativo y de las decisiones que adopte la sociedad. Esta es la pretensión que hay detrás del llamado activismo accionarial: dar más voz, más poder de decisión a los accionistas minoritarios en el gobierno de las sociedades. Desde esta óptica, el gobierno corporativo tiene el propósito de optimizar el proceso “político” dentro de la sociedad, es decir, favorecer que el poder de decisión se distribuya de la manera más eficiente.

²³ JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., «CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22, 2010, pp. 64-76.

²⁴ BERTRAND, Marianne, MULLAINATHAN, Sendhil, «Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences», *Journal of Political Economy*, vol. 111, 2003, pp. 1043-1075.

²⁵ JENSEN, Michael, C., MURPHY, Kevin J., «Performance Pay and Top-Management Incentives», *Journal of Political Economy*, vol.98, 1990, pp. 225-227.

Esta perspectiva excede la tradicional óptica jurídica del derecho de sociedades, cuya visión del gobierno se plantea en el plano organizativo respecto a la división de competencias entre órganos sociales, y que, en nuestra experiencia societaria, ha conducido a una concepción en exceso formalista y procedimental del sistema de adopción de las decisiones sociales. A mi juicio, la mayor insatisfacción que presenta esta visión institucionalista del derecho de sociedades es que crea la ilusión de que la sociedad funciona como una suerte de *Deus ex machina*, y posterga -o niega, en el extremo- una percepción más realista y, por así decirlo, económica: la sociedad está compuesta por socios significativos que buscan influir en la gestión de la sociedad para hacer valer sus intereses o visiones distintas sobre el uso de los recursos comunes. La abstracción institucionalista se sostiene, en buena medida, porque la existencia de socios o bloques de control, que son comunes en nuestras sociedades, encubre la representación política o de intereses de todos los socios en su favor: “*the winner -el mayoritario- takes it all-*”. Al prevalecer la aspiración “operativa” de que el consejo sea ejecutivo y cohesionado, se acepta con toda naturalidad que la voluntad y el interés de la sociedad nazca de consejos dominados por ejecutivos y dominicales de control guiados por sus propios intereses -no necesariamente alineados con el de la maximización del valor conjunto de la sociedad-.

Este modelo de gobierno está en profunda revisión por el desembarco de los fondos que buscan no solo inversiones rentables, sino también influencia en el gobierno de la sociedad. De la mano de estos inversores llegan los dominicales que representan y avanzan sus visiones de la sociedad en el consejo. Se trata de unos consejeros que en principio están bien informados -hay un flujo de información entre el socio y el consejero-, con buenas capacidades para la gestión si están seleccionados correctamente, y que fruto de la estrecha relación que mantienen con el socio, están muy motivados para implicarse en las deliberaciones del consejo. Las consecuencias ya se han dejado apreciar en el gobierno de las sociedades cerradas. La entrada de inversores sofisticados en estas ha llevado a distribuir -a repartir- el poder de decisión de las sociedades a través de la contratación. El gobierno de la sociedad -cómo se distribuye el poder de tomar las decisiones- pasa entonces a ser una función de los pactos alcanzados entre los socios, en lugar de una función de las reglas establecidas por los preceptos del Derecho de sociedades. Lo habitual será entonces que los socios significativos -y no solo los mayoritarios- tengan representación en el consejo y derechos de veto sobre un buen número de asuntos relevantes. Y, por lo que parece, también se verán sus efectos en las sociedades cotizadas: la entrada de fondos activistas está cuestionando el sistema de gobierno tradicional en España y en otros países europeos, dominado por los *insiders*.

Las observaciones anteriores ponen de manifiesto que la entrada de consejeros minoritarios expertos, comprometidos y bien informados en el consejo favorece la deliberación y la negociación de intereses en el seno de la sociedad. Desde esta perspectiva, la retribución suplementaria es un instrumento en manos de los activistas para convencer a sus candidatos, muchos de ellos veteranos conocedores de la industria, para embarcarse en el proyecto de defender su estrategia respecto a la sociedad en la que entran a formar parte del órgano de administración. Los consejeros tendrán la oportunidad de exponer sus puntos de vista, de discutirlos de manera informada con los otros administradores, y de tratar de persuadir a los otros consejeros sobre las bondades de su proyecto, cuyo apoyo necesitan para que resulte aprobado.

3. La introducción de la regla del art. 229.1.e) LSC

La regla prohibitiva del art. 229.1.e) LSC, como el resto de los apartados del precepto, está inspirada en la regulación inglesa. La fuente, por lo tanto, está bien acreditada por su calidad y autoridad en estas cuestiones. Pero si acercamos la lupa, podremos comprobar que el legislador español ha alterado algunos extremos de la prohibición inglesa, convirtiendo a la prescripción española en la materia en una regla sustancialmente distinta a su precedente. Las alteraciones son tres.

a) La primera es la adición específica de las remuneraciones externas. El art. 229.1.e) LSC prohíbe al administrador “obtener ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad”. En cambio, la *Section 176 CA 2006* se refiere a la obligación de los administradores de no aceptar beneficios de terceras personas. Se trataría de beneficios que el administrador recibe de terceras personas por el hecho de su condición de administrador, o por lo que hace o deja de hacer como tal. Los beneficios o favores se interpretan de manera amplia, incluyendo los no pecuniarios. Pero la clave está en que no hay una referencia explícita a remuneraciones, ni tampoco la doctrina interpreta que un sistema de retribución externo al de la sociedad tenga cabida en la noción de los beneficios o ventajas.²⁶

En realidad, aunque parezca *a priori* que un suplemento retributivo al administrador por parte del socio que designa su nombramiento pertenece a la misma categoría de “ventajas”²⁷, pronto nos percatamos de que estamos ante una cuestión mucho más compleja. Un esquema retributivo no es propiamente un beneficio, un favor o un regalo, que suscita el agradecimiento del receptor y le fuerza a actuar en beneficio del donante. Se trata más bien de un pago como contraprestación a un servicio profesional. Es fácil entender que la representación de intereses es un cometido que, cuanto más profesionalizado esté, más va a costar dinero al que lo promueve. Como en cualquier otra relación de agencia, al existir una asimetría de información entre el principal y el agente, el representante ha de estar muy motivado o sujeto a una fuerte supervisión para que haya cierta garantía de que va a desempeñar bien su misión. Desde esta óptica, tiene toda lógica que el socio busque sistemas remuneratorios para suplementar la retribución que el administrador recibe de la sociedad por el desempeño del cargo. Es más, el carácter remuneratorio se aparta de la noción de beneficio en la medida en que la fórmula de la compensación queda fijada y explicitada *ex ante*: se elimina así la posibilidad de que el socio designante pueda amenazar con modificar dicha fórmula y así influir en el juicio del consejero cuando ha de decidir sobre una materia comprometida²⁸.

²⁶ V. entre otros, DAVIES, Paul L., GOWER, Lawrence CB., *Principles of modern Company law*, Sweet & Maxwell, Londres, 2012, p. 611.

²⁷ V. por ejemplo, PORTELLANO DÍEZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p.121 o SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M., «La prohibición de obtener una ventaja o remuneración de terceros (Artículo 229.1.e) LSC)», *Revista de derecho bancario y bursátil*, vol. 140, 2015, pp. 43-76.

²⁸ SHILL, Gregory H. «The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty», *UCLA Law Review*, vol. 64, 2017, p. 1269. CAIN, Matthew D. et al., «How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 164, 2016, p. 670 («It is worth pointing out that most golden leash compensation arrangements, including the ones in Hess, Agrium, and Forest, are hardwired. The activists had already agreed, in a binding contract, to make the supplemental payments if their nominees, once seated, hit the specified performance hurdles, leaving the activists with no subsequent discretion as to whether or not to make the payments—the payments would be required if the profit hurdles were achieved. As a result, the nominees would have no need to curry favor with the activist»).

Es cierto, con todo, que aun tratándose de dimensiones distintas a los “beneficios”, la remuneración también puede tener un elemento de captura del administrador con el fin de rebajar la observancia de sus deberes de lealtad como administrador y modular su libertad de criterio en favor de quien le retribuye. Sobre estas cuestiones me detendré más adelante (v. *infra*. 4.3). Pero lo que importa reseñar en este momento es que ese elemento de captura no depende del carácter externo de la retribución. Hay evidencia de retribuciones “internas”, abonadas por la sociedad, con el fin de alinear al administrador con el interés del socio de control²⁹ y no con el de la sociedad. Esto anima a pensar que la terminología usada por la ley, poniendo el acento del reproche en el carácter externo de la remuneración, en contraposición al interno (proveniente de la sociedad o del grupo) no es neutral.

b) La segunda modificación es más sustantiva. La incorporación de la remuneración externa a la norma altera su *ratio*: mientras el reproche de la regla inglesa es la corrupción del administrador que recibe el beneficio o la comisión, la regla española coloca el centro de gravedad de la prohibición en la falta de independencia del administrador. Se cambia el propósito de la regla, que se desvincula de la racionalidad de la norma inglesa³⁰. Siguiendo esta interpretación, la LSC identifica la existencia de remuneraciones externas como el caso paradigmático del riesgo de dependencia de la relación dominical. Como se verá, tal calificación peca de parcialidad: no está avalada por la evidencia y señala únicamente a los dominicales minoritarios, que son los administradores que típicamente reciben este tipo de retribuciones suplementarias externas. Un lector cínico de la norma podría concluir que los dominicales mayoritarios, en la medida en que es más que improbable que vayan a recibir este tipo de incentivos retributivos “externos” a la sociedad, no presentan riesgos de captura o de actuación “dependiente”.

c) La tercera diferencia de la norma española respecto del precedente británico afecta a las excepciones. La norma inglesa deja fuera de la aplicación de la regla las situaciones en las que, aun existiendo el beneficio conferido por otra parte, no supone o determina un conflicto de

²⁹ Existe evidencia de que los socios de control usan la remuneración para ganar la lealtad de los ejecutivos. KASTIEL, Kobi, «Executive Compensation in Controlled Companies», *Indiana Law Journal*, vol. 90, 2015, pp. 1131-1154, defiende que los socios de control pueden pagar en exceso a los ejecutivos para alinearlos con ellos y su interés, que no siempre es coincidente con el interés de la sociedad. Esta hipótesis ha sido analizada empíricamente en relación con diversos países con propiedad concentrada. V. HAMDANI, Assaf, YAFEH, Yishay, «Institutional Investors as Minority Shareholders», *Review of Finance*, vol. 17, 2013, pp. 691-725. En un estudio con datos de Israel, los autores hallan que los inversores institucionales suelen oponerse a las propuestas de retribución de los ejecutivos en sociedades controladas, lo que constituiría una prueba, según los autores, de que la retribución no está bien diseñada y claramente supone una preocupación para los inversores en sociedades controladas. En la misma línea, BARONTINI, Roberto, BOZZI, Stefano, «Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies», *Journal of Management and Governance*, vol. 15, 2011, pp. 59-84, en un estudio con datos de sociedades italianas, concluyen que, para los ejecutivos que reciben mayores retribuciones en su muestra, el exceso de retribución respecto a la media está correlacionado negativamente con el rendimiento futuro de la sociedad. La explicación que ofrecen los autores es que el exceso de retribución sirve para comprar la lealtad de los ejecutivos hacia los socios de control y los lleva a apoyar operaciones que benefician a los socios de control, pero perjudican a los minoritarios y se reflejan en menores rendimientos de la sociedad.

³⁰ PORTELLANO DÍEZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, pp. 114 y ss. Coloca los supuestos de corrupción en el art. 229.1. b). En concreto, en la p. 115: «Por tanto, el espacio natural del art. 229.1. e) LSC es el que aquellas ventajas o remuneraciones que sin propósito corrupto, pueden, por las circunstancias, llegar a poner en peligro la independencia que requiere el cargo de administrador».

interés³¹. La regla española rebaja y devalúa la excepción relevante de ausencia de conflicto de interés a la salvedad de “que se trate de atenciones de mera cortesía”. En otras palabras, nuestra ley, al rechazar la excepción material de inexistencia de conflicto, considera que siempre existe conflicto, a pesar de que la remuneración estuviera diseñada de modo que supusiese un incentivo para actuar en interés de todos los socios (esto excluiría el conflicto de interés propiamente tal).

Esto resulta todavía más curioso si tenemos presente que se ha querido ver en esta prohibición el anclaje de la regla “ningún beneficio” o “*no profit*” en el Derecho de sociedades, cuyo fundamento se residencia en el art. 1720 CC. En este punto, también es conveniente hacer alguna puntualización. La primera tiene que ver con la comparación con el derecho inglés³². La *Section 176* no consagra la regla *no profit*, sino que se limita a codificar la prohibición a recibir comisiones o sobornos establecida por las reglas del *common law*³³. Dicho esto, la regla *no profit* en derecho inglés no es una regla autónoma y separada, sino que se encuentra de alguna manera embebida y supeditada a la regla *no-conflict*³⁴. Es un sub-producto de la regla que prohíbe los conflictos de interés, y, en consecuencia, sus parámetros de aplicación y de interpretación son los de aquella. Esto significa que lo relevante no es que haya un beneficio para el administrador aisladamente considerado, sino que en la producción de dicho beneficio se haya incurrido en un posible conflicto de interés en sentido estricto (y no meramente procedimental) entre el interés de la sociedad y el interés del administrador.

Esta cuestión nos conecta con la segunda observación y que tiene que ver con la tentación de extender milimétricamente las reglas del mandato al ámbito societario. No cabe duda de que la regulación nuclear de las relaciones fiduciarias en los países de tradición codificada está en el régimen legal del contrato de mandato, y que este tipo de relación nos ayuda a explicar la realidad de los conflictos que subyacen en la figura del administrador de las sociedades (y que con frecuencia la concepción institucionalista de los órganos sociales tiende a postergar o ignorar). Pero mientras el interés del principal es fácil de establecer cuando estamos ante un mandante individual, es mucho más complejo cuando se trata de una multiplicidad de socios. Los socios tienen preferencias e intereses distintos, y entre ellos se suscitan luchas de poder. Cuando se dice que el principal es la sociedad (como si fuera un solo *dominus*), y se alude a la competencia de la Junta para definir el interés social, se oscurecen deliberadamente los incentivos y los conflictos de interés entre los socios, que suscitan los problemas de gobierno reales -y no meramente procedimentales o ficticios- de las sociedades.

4. La ratio de la prohibición: la perspectiva fiduciaria

³¹ El artículo predica de la siguiente forma: 176 (4): «*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*». A este respecto, WITNEY, Simon, «Corporate opportunities law and the non-executive director», *Journal of corporate law studies*, vol. 16, p. 152, nota 36, «*In any event, s 176(4) makes it clear that a conflict of interest is also required in order for the section to be breached, so it is clear that even if the courts were to interpret the provision more broadly, they will still need to go further than simply establishing that the benefit arose ‘by reason’ of the director’s directorship and find some actual or possible conflict*».

³² PAZ-ARES, Cándido, «La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, vol.1, 2014, p. 16.

³³ V. caso *Attorney-General for Hong Kong v. Reid* (1994), Nueva Zelanda.

³⁴ KERSHAW, David, *Company law in context: text and materials*, Oxford University Press, Oxford, 2012, pp. 519 ss. Asimismo, v. HANNIGAN, Brenda, *Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2012, pp. 11-12 («*There is one rule, a no-conflict rule, and a prohibition on profiting when in a position of conflict*»).

Es momento de entrar en el núcleo de la cuestión. El examen de la oportunidad de las remuneraciones externas se hace en clave fiduciaria, y por eso la ley las cataloga como un supuesto paradigmático de conflicto de interés que el administrador está obligado a evitar. Sin embargo, la prohibición de remuneraciones externas encuentra un encaje un tanto forzado en la tipología de los conflictos de interés del administrador. Este apartado de la ley tipifica conductas o comportamientos dentro del margen de maniobra del ejercicio de las funciones de administrador que entrañan un riesgo potencial para el interés de la sociedad. El propósito de la norma no es otro que poner en guardia al administrador frente a este tipo de situaciones conflictivas. Por ello la ley de sociedades le impone una obligación de evitarlas, o en su caso, de comunicarlas. Pues bien, la particularidad de la prohibición de remuneraciones externas es que no guarda necesariamente relación o parentesco con la obligación impuesta al administrador de evitar situaciones de conflicto de interés en el ejercicio de sus funciones como administrador de la sociedad, ni con la tipología de otros conflictos de interés referidos en el art. 229.1 LSC (como por ejemplo usar el nombre de la sociedad o su condición de administrador). *La prohibición no avisa o advierte al administrador en ejercicio, sino que más bien califica o caracteriza al administrador que recibe tales prestaciones como inhábil para desarrollar sus funciones.* Así mirado, como la norma no se circunscribe a los sobornos o las dádivas de personas extrañas -como es el caso de la regla inglesa, en el que claramente se conmina al administrador a evitar tales beneficios en el transcurso de actividad- sino que el núcleo de la prohibición reside en la percepción de retribución complementaria desde su nombramiento, la conexión sistemática de la prohibición se establecería más bien con el 228 d) LSC. En otras palabras, la regla, según se viene interpretando, no se refiere tanto a un tipo de conflicto de interés propiamente dicho, una situación concreta y específica dañina para la sociedad, que demanda un comportamiento adecuado dentro de la esfera de actuación del administrador, sino que tipifica un peligro abstracto. Su propósito es más bien identificar y calificar a las remuneraciones externas como una expresión de la falta de independencia del administrador respecto de instrucciones o vinculaciones con terceros. Como ha destacado unánimemente la doctrina española, la preocupación que subyace es que la remuneración externa puede potencialmente crear un conflicto de lealtades al administrador entre promover el interés de la sociedad y cumplir con los deseos de su *dominus*³⁵.

Centrado el análisis, corresponde indagar en los fundamentos de la prohibición. La idea genérica de la retribución externa como mecanismo para asegurar la lealtad del administrador hacia quien le retribuye es intuitiva y aparentemente sólida y convincente. Con todo, una aproximación más analítica y menos apriorística de la cuestión pone al descubierto algunas incongruencias. Hay tres estadios de la argumentación sobre el recelo que suscitan las retribuciones externas que se suelen asimilar y confundir. Como se podrá comprobar, al ir descubriendo y esclareciendo los velos de la argumentación, se va destilando la esencia del riesgo que ha de ser abordado por el Derecho de sociedades. La primera línea de reproche a la

³⁵ V. GIMENO RIBES, Miguel, *Régimen jurídico de los sistemas de retribución de los administradores sociales*, Marcial Pons, Madrid, 2021, p. 257 («la racionalidad del art. 229.1 e) tiene que ver con el planteamiento según el cual el administrador en cumplimiento de su deber de lealtad, debe perseguir únicamente el interés social y añade («...puede derivarse una presunción de que el gestor actúe siguiendo los planteamientos de quienes realizan los correspondientes abonos»); GARCÍA GARCÍA, Enrique, «Artículo 229. Deber de evitar situaciones de conflicto de interés», en GARCÍA-CRUCES Y SANCHO GARGALLO (dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, t. III, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, p. 3160; PORTELLANO DÍEZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p. 115.

remuneración externa juzga el interés “particular” del socio que abona el suplemento remuneratorio al dominical (v. *infra* 4.1). La siguiente línea en la argumentación censura el cercenamiento de la libertad de criterio del dominical que recibe un suplemento retributivo de su *dominus* (v. *infra* 4.2). La última línea de la argumentación desaprueba los suplementos retributivos diseñados y estructurados para ganarse el favor del administrador (v. *infra* 4.3).

4.1. El reparo relativo al interés particular del socio que remunera al consejero

El primer estadio de la argumentación se refiere a cómo puede afectar la remuneración externa a la sociedad cuando los intereses o las visiones sobre la estrategia de la sociedad del socio que nombra al dominical son, en abstracto, opuestos o antagónicos al interés de la sociedad. Este razonamiento se ha construido en relación con las motivaciones de unos inversores determinados, los fondos activistas. Sin embargo, como se verá, el descrédito de las intenciones e intereses de los socios minoritarios goza de cierta tradición en nuestra experiencia, precisamente para limitar o cercenar su posición o sus derechos dentro de la sociedad. En el caso que nos ocupa, los detractores de los activistas han visto en el suplemento remuneratorio que habitualmente abonan los *hedge funds* un nuevo flanco para sus críticas, y vienen alegando que la peligrosidad de las remuneraciones externas se sustentaría en que inducen al administrador a promover políticas cortoplacistas perjudiciales para la sociedad³⁶. Esta es, sin duda, la línea argumentativa con mayor carga retórica que se ha esgrimido para desacreditar la influencia de los administradores nombrados por los *hedge funds* en los consejos de administración. Su propósito es apuntalar la convicción de que la entrada de tales activistas en las sociedades comporta graves riesgos para el resto de los socios, e incluso, para el sistema económico y empresarial en su conjunto. Una amenaza de estas características -prosigue el argumento- nos conmina a reaccionar decididamente y ponerle coto. Como si se tratara de una suerte de blindaje anti-intrusos, prohibir o impedir las remuneraciones externas estaría legitimado para proteger a las sociedades de unos socios que buscan su ganancia a costa del interés social, e incluso, del interés general.

Más allá del ardor de la argumentación blandiendo los males asociados al cortoplacismo, este tipo de narrativas tienen poco recorrido societario. La razón es fácil de vislumbrar: el riesgo de oportunismo de que unos socios utilicen este tipo de argucias para reducir los derechos de otros socios en su propio provecho es demasiado alto y muy difícil de administrar.

(i) En términos generales, entrar a valorar las motivaciones o los fines de los inversores nos lleva a un terreno sumamente resbaladizo. Sean cuales fueren las motivaciones o fines para invertir en la sociedad, la valoración abstracta de los mismos no constituye una base sólida para cercenar sus derechos como socio, y en particular, el derecho de participar en el consejo nombrando un administrador sobre la base del sistema proporcional. Los socios tienen -legítimamente- distintos intereses y horizontes de inversión, y sus motivaciones particulares no constituyen base firme para discriminar la posición jurídica de unos socios frente a otros dentro de la sociedad³⁷.

³⁶ V. nota 11.

³⁷ SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas», *InDret*, vol.1, 2016, pp. 19 ss.; CARRASCO PERERA, Ángel, «Racionalidad económica y deberes de lealtad de los socios», *Foro de Derecho Mercantil: Revista internacional*, vol. 40, 2013, pp. 127- 150.

(ii) Adicionalmente, prohibir las retribuciones externas y obstaculizar el nombramiento de dominicales minoritarios por razón de las supuestas intenciones espurias del socio despierta suspicacias porque, amparándose en la protección de la sociedad, se interfiere en el proceso electoral diseñado por la sociedad para distribuir el poder de decisión entre los socios. El poder de los socios de elegir y sustituir a los administradores es uno de los fundamentos más elementales del gobierno de las sociedades y, por ello, la restricción del poder de influencia de los socios en la sociedad a través de su capacidad de elegir a los administradores debería ser un límite infranqueable de las reglas de juego³⁸. En las sociedades de capital, la capacidad de influencia de los socios en la sociedad viene determinada por su participación y el derecho de sociedades garantiza que no solo los mayoritarios, sino también los minoritarios, puedan ver sus intereses representados en el consejo de la sociedad (*arg. ex. art. 243 LSC*). De ahí que la maniobra de proteger el interés de la sociedad ante la amenaza abstracta de un interés genérico de un socio como distinto al supuesto interés de la sociedad, limitando con carácter general su derecho a influir y componer el interés social a través de su representación en el consejo se hace muy difícil de justificar y acreditar. Desde una perspectiva de gobierno corporativo, la protección del interés social no se alcanza vetando la entrada de inversores al consejo, sino más bien facilitando la negociación y deliberación leal en el seno del mismo. Además, no debemos perder de vista que los blindajes anti-activistas, como cualquier otra clase de salvaguarda, son cuestionables porque reducen la calidad del gobierno: atrincheran a los *insiders* en el control, reducen la supervisión sobre su conducta, y conducen a que estos se preocupen más de sus intereses particulares que de la sociedad y del resto de los socios³⁹.

(iii) Tampoco hay base legal para asentar deberes de lealtad de los socios que permitan modular otros derechos de los socios, como el derecho de voto. Más allá de la obligación de comportarse conforme a la buena fe, los socios pueden ejercitar sus derechos como socios con total libertad y, al margen de los estrechos límites de las obligaciones de abstención en caso de un conflicto de interés *ex art. 190.1 LSC*, no están obligados a subordinar su interés personal al interés de la sociedad⁴⁰. Si ni siquiera se reconocen entre nosotros a las claras los deberes de lealtad en relación con los socios de control, que ostentan *de facto* una posición genuinamente fiduciaria hacia el resto de los socios derivado de su poder de decisión, es difícil reclamarlos respecto de

³⁸ BEBCHUK, Lucian A., «The Myth of the Shareholder Franchise», *Virginia Law Review*, vol. 93, 2007, pp. 675 ss.

³⁹ El caso de los *staggered boards* es muy ilustrativo. Se trata de una provisión estatutaria para prevenir que los socios puedan remover la mayoría del consejo de una tacada. BEBCHUK, Lucian et al., «The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further findings and a reply to symposium participants», *Stanford Law Review*, vol. 55, 2002, pp. 887 ss.; COHEN, Alma, WANG, Charles C.Y., ¿«How Do Staggered Boards Affect Shareholder Value? Evidence from a Natural Experiment», *Journal of Financial Economics*, vol. 110, no. 3, pp. 627-641. Otras visiones más críticas con esta literatura, v. también, CREMERS, K. J. Martijn, LITOV, Lubomir P., SEPE, Simone M., «Staggered Boards and Long-Term Firm Value, revisited», *Journal of Financial Economics*, vol. 126, 2017, pp. 422-444.

⁴⁰ Los deberes de lealtad son propios de las relaciones fiduciarias, y, por ello, están reservados a los administradores. En puridad, solo alcanzarían al socio si tiene capacidad de decisión o de control, como ocurre en otros sistemas jurídicos (p. ej., en Estados Unidos): ANABTAWI, Iman, STOUT, Lynn, «Fiduciary Duties for Activist Shareholders», *Stanford Law Review*, vol. 60, 2008, pp. 1255-1265, («courts have held that majority shareholders, like corporate officers and directors, owe a fiduciary duty of loyalty to minority shareholders that precludes them from using their positions as controlling shareholders to extract material economic benefits from the firm at the minority's expense»). V. SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas», *InDret*, vol.1, 2016, pp. 19 ss.

los socios minoritarios, dado que su influencia en la sociedad no nace de su poder de voto, sino de su capacidad de persuadir a otros socios para que apoyen sus propuestas⁴¹.

Sin embargo, denunciar a la remuneración externa como correa de sujeción del administrador a las políticas cortoplacistas de sus mentores se sustenta en la tentativa de determinar criterios claros y delimitadores entre unos socios -cuyos intereses se definirían como alineados con el interés de la sociedad en conjunto- y otros socios -cuyos intereses *a priori* se consideran confrontados con el de la sociedad-. Esta aproximación tiene dos vertientes bien diferenciadas: la pragmático-empírica y la conceptual-dogmática.

a. *El análisis empírico*

La aproximación más realista y pragmática es la imperante en los Estados Unidos en relación con las acusaciones de cortoplacismo que se han vertido respecto de los fondos activistas. La irrupción de los *hedge funds* en el panorama societario ha sido un fenómeno que ha convulsionado el gobierno de las sociedades norteamericanas y ha dividido el debate académico y social -abogados, medios de comunicación, hasta los políticos- entre defensores y detractores del papel que desempeñan estos fondos en las sociedades y en la economía del país. La amenaza del cortoplacismo es quizás el relato más habitual para desacreditar y despertar la animadversión contra los activistas. El cuento no puede ser más simple: las inversiones y la estrategia a corto plazo es la causa de la caída del crecimiento, de la pérdida de competitividad y capacidad de innovación y de la inestabilidad en el empleo de las sociedades norteamericanas. En el terreno académico, el debate ha sido muy intenso entre quienes acusan a los *hedge funds* de cortoplacistas y justifican por ello el derecho de sociedades facilite blindajes frente a la entrada de estos inversores⁴², y quienes no ven indicios de que el cortoplacismo sea la causa de todos los males de las empresas (desde la falta de competitividad o de innovación, a la pérdida de empleos), sino más bien una excusa para el atrincheramiento del control⁴³, y sostienen que los activistas tienen efectos positivos en el gobierno de las sociedades⁴⁴.

En esta cuestión, en el ámbito académico, como viene ocurriendo en la mayoría de los debates sobre cuestiones societarias en los sistemas jurídicos más desarrollados, el pragmatismo se ha impuesto sobre la retórica: el estudio cuidadoso de los datos que arroja la realidad se ha considerado preferible al choque de apriorismos conceptuales. Ello ha llevado la discusión al terreno de los estudios empíricos. El reproche inicial hacia los fondos activistas como inversores cortoplacistas, que tenía la apariencia sobre el papel de sólido y consistente, se ha ido desinflando. Por de pronto, no hay controversia sobre la reacción positiva a corto plazo de

⁴¹ El estándar americano del *entire fairness* no se puede identificar sin muchísimas cautelas con la inversión de la carga de la prueba del art. 190.3 LSC. V. SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Consejeros dominicales minoritarios y buen gobierno corporativo», *InDret*, vol.1, 2022, p. 31, nota 79.

⁴² COFFEE, John C. and PALIA, Darius, «The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance», *Annals of Corporate Governance*, vol. 1, 2016, pp. 1-94; BRATTON, William W., WACHTER, Michael L., «The Case Against Shareholder Empowerment», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 158, 2010, pp. 653-728.

⁴³ ROE, Mark J., *Missing the Target: Why Stock-Market Short-Termism Is Not the Problem*, Oxford University Press, Oxford, 2022; ROE, Mark J., «Corporate Short-Termism –in the Boardroom and in the Courtroom», *The Business Lawyer*, vol. 68, 2013, pp. 997 ss.

⁴⁴ BEBCHUK, Lucian A. et al.: «The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism», *National Bureau of Economic Research*, vol. 115, 2015, pp. 1085 ss; BEBCHUK, Lucian A.: «The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value», *Columbia Law Review*, vol. 113, 2013, p. 1637.

los mercados de valores, que está bien contrastada. El debate se ha centrado en si el efecto positivo de la entrada de los activistas en las sociedades se mantiene en el largo plazo. En el fondo se trata de comprobar si los activistas crean valor duradero a través de los cambios operativos y estratégicos que imprimen a la sociedad o son meros incrementos de valor causados por la ingeniería financiera, que no perduran en el largo plazo⁴⁵. Este ha sido un terreno muy fructífero para el estudio empírico en los últimos años. Los estudiosos se han empleado a fondo en acreditar si el activismo de los *hedge funds* despliega efectos reales (y no meramente financieros) a largo plazo en el rendimiento de la sociedad, fijando su atención en múltiples aspectos, tales como productividad, innovación e investigación, etc.⁴⁶ La conclusión que se alcanza es que la evidencia empírica no avala las consecuencias adversas para la sociedad que los críticos del activismo venían pronosticando. Más bien al contrario, la evidencia corrobora los efectos positivos del activismo en el rendimiento de la sociedad y en su gobierno corporativo.

b. *El análisis dogmático*

Por su parte, la aproximación conceptual-dogmática tiene más tradición en jurisdicciones como la nuestra, menos proclives a la evidencia empírica. La caja de herramientas o el instrumental a disposición del jurista para examinar la oportunidad de innovaciones corporativas, como es el caso del *golden leash*, es la dogmática. El análisis dogmático no cuenta con modelos teóricos o pruebas estadísticas para reparar en la funcionalidad de la innovación o indagar en el análisis coste-beneficio de esta u otros fenómenos nuevos en el gobierno corporativo. Al no disponer de instrumentos para concluir si la innovación es beneficiosa o perjudicial en la realidad de las empresas, el estudio que se lleva a cabo es más bien conceptual y exegético del derecho positivo a través de herramientas dialécticas y argumentativas. El examen al uso sobre la oportunidad de las remuneraciones externas se asienta en el valor retórico y de convicción de un relato y unos conceptos-fuerza: un riesgo difuso y abstracto como es el cortoplacismo -poco o nada contrastado en la realidad-, pero que se percibe de manera generalizada e intuitiva como una amenaza grave y cierta. Esta manera de transformar riesgos abstractos para el interés de la sociedad en ideas fundamentadoras de soluciones jurídicas tiene cierta tradición entre nosotros, con precedentes en nuestro derecho de sociedades como es el caso de “los intereses opuestos a los de la sociedad” del art. 224.2 LSC o el “conflicto permanente” del art. 229.1 f) LSC. Con todo, como es fácil de apreciar, el recurso normativo a fórmulas abstractas destinadas a prevenir los riesgos para la sociedad derivados de la infracción de los deberes de los administradores responde al laudable objetivo de frenar conductas perjudiciales. La dificultad reside en que presenta el serio inconveniente de que también puede suponer la obstaculización de conductas y operaciones potencialmente productivas para la sociedad. Por eso, la definición de los deberes de lealtad ha transitado históricamente desde prohibiciones generales a un tratamiento más quirúrgico y funcional de las conductas perniciosas que deberían evitarse, aunque en la legislación española, como se puede apreciar mirando al texto de la LSC, este proceso de especialización ha sido más acumulativo que sustitutivo.

⁴⁵ Sobre esta línea de argumentación, v. LIPTON, Martin et al.: «Do Activist Funds Really Create Long Term Value?», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2014.

⁴⁶ Para una revisión de la literatura empírica, v. BRAV, Alon et al.: «Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and Market-based Shareholder Influence», *European Corporate Governance Institute – Working Paper*, vol. 797, 2021.

Adicionalmente, la fuerza del relato -tanto el empleado para el socio cortoplacista como para el socio competidor- ha conseguido trasladar la atención desde los riesgos fiduciarios de los administradores, que sí están sujetos a deberes fiduciarios, a (algunos) socios (que no son necesariamente fiduciarios del conjunto de los socios). La interpretación tradicional de los intereses contrapuestos a los de la sociedad se circunscribían a la figura de los administradores como una expresión un tanto tosca y rudimentaria de su deber de lealtad: a fin de cuentas, los administradores tienen una relación fiduciaria con la sociedad y, por ello, obligación de subordinar sus intereses particulares y evitar conflictos de interés con la sociedad. Pero más recientemente se ha venido poniendo el foco de tales normas no tanto en los intereses particulares de los administradores, sino más bien en los intereses o las motivaciones de los socios que los nombran, si no tienen el control de la sociedad⁴⁷. Esta manera de manejar los riesgos potenciales para la sociedad derivados de las motivaciones o intereses de los socios con poder de influir en las decisiones de la sociedad peca de apriorístico y de categórico. Esto se comprueba con facilidad en la tentativa de incluir la remuneración externa en este saco.

La primera línea de razonamiento tiene que ver con los límites de los conceptos abstractos para fundar resultados concretos. El riesgo del cortoplacismo, como cualquier otro que se trate de elevar como consustancialmente opuesto al de la sociedad, es demasiado abstracto y especulativo, y por ello no ofrece certidumbres para discriminar a unos socios frente a otros. Pero tampoco permite evaluar o enjuiciar correctamente las actuaciones de los dominicales en caso de conflicto de interés. Como la actuación de los administradores no se puede sujetar a protocolos mecánicos de actuación, porque se basa en actuaciones inherentemente discrecionales -esta es justamente la naturaleza de los costes de las relaciones fiduciarias-, los conflictos de interés han de ser concretos y verificables para que puedan ser manejables por parte del Derecho. Esto nos lleva a la necesidad de analizar el cumplimiento de los deberes de lealtad del administrador en relación con la decisión y las particularidades del caso concreto, y no en relación con una mera amenaza abstracta al interés de la sociedad.

La otra línea argumentativa tiene que ver con la dudosa técnica de conceptuar intereses de los socios como opuestos a la sociedad para descalificar a los dominicales que les representan. Algunas de estas motivaciones o intereses que se cuentan entre los deberes de lealtad de los administradores reflejan preferencias de inversión de los socios y exceden los confines naturales de la comunicación de conflictos de las personas vinculadas. En buena lógica, solo se debería poder utilizar la vía de la vinculación para comunicar conflictos de interés concretos de *dominus* a dominical, y no como mecanismo de inhabilitación del dominical por causa de un conflicto abstracto del *dominus*. Desde esta óptica, se traslada el análisis de los riesgos para la sociedad derivados de la actuación de los administradores desde una aproximación funcional a una aproximación categórica. La perspectiva funcional de los conflictos de interés busca que el Derecho pueda influir en la actuación del administrador para acercar su comportamiento al óptimo o deseable (por ejemplo, le obliga a evitar el conflicto, a comunicarlo, o a abstenerse). La aproximación categórica es automática, y no deja margen de maniobra al administrador: prejuzga en abstracto el interés del socio que designa al administrador como contrario y perjudicial para la sociedad, que inhabilita cualquier actuación del administrador.

⁴⁷ Este salto lo dio entre nosotros la jurisprudencia en los casos de FCC vs. Acciona (SAP Barcelona de 14 de diciembre de 2005, AC 12/2007) y ACS vs. Iberdrola (STS 12 de diciembre de 2014, RJ6461/2014), y posteriormente ha encontrado amparo legal en la reforma de 2014, v. SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Consejeros dominicales minoritarios y buen gobierno corporativo», *InDret*, vol.1, 2022, pp.1 ss.

En suma, y a la luz de la experiencia comparada, el alegato del cortoplacismo no parece tener suficiente fundamento para legitimar de por sí la prohibición de las remuneraciones externas.

4.2. El reparo referente a la vinculación del dominical al socio que lo retribuye

El segundo estadio de la argumentación se desentiende de juzgar las motivaciones de los socios que nombran al administrador, y se orienta a señalar a la remuneración externa como mecanismo de sujeción del dominical a los deseos de su *dominus*. El foco de la argumentación ya no reside en la segregación de los socios en función de sus horizontes de inversión, sino que cae de lleno en el ámbito de los deberes de lealtad de los administradores y, en particular, pone el acento en el deber de independencia. Se viene a decir que como únicamente la sociedad tiene la competencia de retribuir a los administradores en interés de todos los socios -la retribución interna-, los suplementos retributivos a cargo de los socios -la retribución externa- han de llevar necesariamente a que el administrador persiga los intereses de quien le retribuye por delante y por encima del interés social. Esta argumentación, que pareciera a primera vista circunscrita a la cuestión de las remuneraciones externas, no es más que otra vuelta de tuerca de la figura del consejero dominical⁴⁸.

En efecto, la doctrina de las remuneraciones externas casa bien con el tratamiento doctrinal estándar de los consejeros dominicales, que se orienta a identificar líneas claras y delimitadoras respecto a la dependencia o independencia *a priori* de los dominicales. Desde esta óptica, los dominicales se dividirían entre los que tienen sujeción a su *dominus* y los que carecen de ella. La doctrina de las remuneraciones externas vendría a abundar en la diferenciación que subrepticamente se hace entre dominicales intrínsecamente independientes y dominicales intrínsecamente dependientes.

Así, la doctrina mayoritaria, con el fin de no cuestionar la lealtad y la independencia de los dominicales (que, en su gran mayoría, son dominicales relacionados con el socio o socios de control), ha procedido a negar o a rebajar los efectos de la vinculación del dominical de control con su *dominus*. El argumento que se esgrime es que la relación dominical -de admitirse, porque recuérdese que es privada y no necesariamente transparente al exterior, y por lo tanto, fácil de arrinconar y desdeñar-, carece de eficacia jurídica. De este presupuesto se infiere que la vinculación con su *dominus*, sea de la naturaleza que sea, al no ser jurídicamente vinculante u obligatoria, no debería ser obstáculo para que el dominical pudiese ejercer con total independencia sus deberes frente a la sociedad. Como las instrucciones del *dominus* no son jurídicamente imperativas, la independencia del dominical para desviarse de tales indicaciones está salvaguardada por la responsabilidad personal a la que se vería abocado el administrador si infringiera sus deberes de lealtad frente a la sociedad.

Curiosamente, la argumentación al uso que preserva *a priori* la independencia del dominical, muda radicalmente cuando la vinculación entre *dominus* y dominical se hace transparente al entrar en escena las remuneraciones externas. Entonces, al igual que sucede cuando el

⁴⁸ El trabajo de referencia sobre la materia es el de PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Centro de estudios*. 2019, pp. 124-128. Las reflexiones de este apartado sobre la figura del consejero dominical están analizadas en profundidad en mi trabajo, al que me remito, Sáez Lacave, María Isabel, «Consejeros dominicales minoritarios y buen gobierno corporativo», *InDret*, vol.1, 2022, pp. 1 ss.

nombramiento es a través del sistema de representación proporcional, se afirma justamente lo contrario: las remuneraciones externas -procedentes del *dominus*- o el sistema de representación proporcional, que son públicos y están a la vista de todos, necesariamente atan al dominical a los intereses de su *dominus* imposibilitando la independencia del dominical. Nótese que, en ambos casos, el prejuicio de ausencia de criterio independiente atañe exclusivamente al dominical minoritario.

La tesis que me propongo defender es que la mera existencia de una remuneración externa no es fundamento suficiente para inferir la falta de independencia del administrador en su tarea como administrador de la sociedad. El análisis que propugno se articula en cuatro escalones. El primer eslabón pone en valor la figura del consejero dominical que, a diferencia de los otros administradores, se caracteriza por mantener una doble relación de agencia con la sociedad y con el socio que lo nombra. El siguiente paso consiste en acreditar que toda relación dominical o de influencia -esto es, la promoción de los intereses del socio en el consejo- se basa en la reciprocidad y en sistemas de incentivos para que se cumpla. El tercer elemento pone de manifiesto que la remuneración externa no es apta para discriminar a los dominicales entre dependientes e independientes. El último paso lo proporciona la evidencia empírica, que acredita que los complementos retributivos son bien recibidos por los mercados de capitales, mientras que los blindajes societarios adoptados por las sociedades para repelerlos acaban siendo penalizados y redundar en menor valor de la compañía.

a. La doble relación de agencia del consejero dominical

El punto de partida del análisis sobre las remuneraciones externas como mecanismo de dependencia entre el administrador y el socio nos remite a la figura del consejero dominical. Existan o no remuneraciones externas, el consejero dominical es un tipo de administrador cuya particularidad reside en la vinculación con el socio que promueve su nombramiento como administrador de la sociedad para representar sus intereses en el seno del consejo. Se trata de un administrador que, como cualquier otro, está sujeto a los deberes de independencia y de lealtad hacia la sociedad, pero que, a diferencia de otros administradores, como los independientes, tienen una vinculación muy estrecha con un socio. Este doble compromiso, esta doble relación de agencia o fiduciaria -frente a la sociedad y frente al socio que lo nombró- está en la base de la figura de los consejeros dominicales.

Nuestra ley, en un ejercicio de pragmatismo y a diferencia de otros ordenamientos de nuestro entorno, reconoce expresamente la categoría de los consejeros dominicales (art. 529-duodeceis. 3 LSC). Al otorgar carta de naturaleza a este tipo de consejeros, nuestro ordenamiento pone de relieve las complejidades del gobierno corporativo en los entornos de capital concentrado, que se rige por coordenadas en ocasiones bien distintas de las que definen el gobierno de las sociedades en los entornos de capital disperso. Así, por un lado, se facilita la transparencia respecto a las vinculaciones de los consejeros y a las relaciones de poder dentro de la sociedad. En las sociedades con propiedad concentrada, quienes controlan el poder de decisión de la sociedad no son solo los ejecutivos, sino muy especialmente los socios de control. Esto significa que el gobierno corporativo en estas jurisdicciones debiera intensificar los instrumentos de supervisión sobre los dominicales de control. Por eso, en un contexto de socios fuertes, además de la presencia de consejeros independientes o sin vínculos con el control -aunque conviene recordar que entre nosotros están nombrados con la aquiescencia de los socios de control-, los dominicales minoritarios disidentes pueden contribuir a mejorar la supervisión y el buen

gobierno porque además de ser ajenos al control, tienen fuertes incentivos y en principio están bien colocados para ser consejeros informados. Por otro lado, la figura del dominical nos obliga a encarar las luces y las sombras de unos consejeros muy habituales en nuestras sociedades. Se nos presenta el reto de reajustar y acompasar los deberes de lealtad de los administradores -cuya definición presupone que los administradores monopolizan el control y están aislados de la influencia de los socios- con la existencia de socios significativos que invierten en las sociedades con el fin de influir en su estrategia y, para ello, necesitan contar con representación en el consejo de administración.

El análisis del funcionamiento de esta doble relación de agencia del administrador es primordial para entender los resortes que determinan el comportamiento de los dominicales. En efecto, en los entornos de capital concentrado, con socios fuertes, estos consejeros cumplen funciones valiosas en el gobierno de las sociedades. La presencia de socios fuertes en el accionariado conduce a que su peso en el capital se traduzca en capacidad de influencia en el sistema decisorio de la sociedad, particularmente en el consejo. Pero al propio tiempo la calificación como dominical deja al descubierto el conflicto de lealtades que, llegado el caso, se pudiera suscitar, y que el Derecho de sociedades no puede ignorar o desconocer. Cuando se habla de conflicto de lealtades no se hace referencia a la circunstancia de que los socios tengan distintas visiones -e incluso contrapuestas- de la estrategia de la sociedad o de los fines que se quieren perseguir, que va de suyo. El conflicto de lealtades aparece cuando la defensa del interés del *dominus* por parte del dominical en las decisiones del consejo (por ejemplo, siguiendo sus instrucciones, sus deseos o su visión sobre la mejor estrategia de futuro) puede dañar a la sociedad o a los otros socios. Piénsese, en los casos paradigmáticos en los que la operación que se discute reporta beneficios privados del control al *dominus* (es decir, ganancias que no reparte con el resto de los socios porque, por ejemplo, es una operación vinculada con una sociedad controlada por el socio), pero tal ganancia privada se produce a costa de reducir el valor de la sociedad, y en particular, de los socios externos (la pérdida del beneficio repartible también afectaría al socio de control, pero se compensaría con creces con el beneficio privado que solo el obtiene). Entonces, en los casos más graves, en aquellos en los que se ha acreditado un conflicto de interés propiamente tal, lo que se le pide al dominical es que se abstenga de participar en la discusión y en la votación en la que el socio está conflictuado. En el resto de los casos, se les pide que actúen con independencia y buena fe. Es decir, como representan intereses particulares en el consejo, se les conmina a tomar en consideración el interés global de la sociedad a la hora de adoptar decisiones.

b. El contrato relacional

El reconocimiento legal de la figura del dominical viene a poner de manifiesto que la mera existencia de una relación dominical no impide o contradice *per se* el deber de independencia del administrador. Pero a la vez, advierte que los dominicales están sometidos a la influencia del *dominus*, y puede poner en riesgo sus deberes para con la sociedad, que, como en cualquier otra infracción del deber de lealtad, habrá que dilucidarse judicialmente en atención al caso concreto.

Por eso, una vez acreditada la doble relación fiduciaria que coexiste en la figura del consejero dominical, debemos prestar atención al sistema de incentivos que articula la relación dominical

o de influencia entre el dominical y el *dominus*⁴⁹. Buena parte del análisis doctrinal relativo al reproche fiduciario de las remuneraciones externas pierde de vista un elemento clave, y es que la relación dominical está siempre y por definición basada en incentivos para inducir al dominical a cumplir con los deseos de su *dominus*. Esto es así sean los dominicales de control o minoritarios, estén nombrados a través de la regla de la mayoría o a través del sistema de representación proporcional, perciban o no remuneraciones externas. Este esquema de incentivos -que varía de unos casos a otros- es lo que los economistas denominan el contrato relacional. Esta relación, basada en la reciprocidad, pone al descubierto que los dominicales tienen incentivos muy poderosos para cumplir con los deseos de los socios que los nombran, que pueden ser, y con frecuencia son, en un análisis coste-beneficio, más intensos que los dispuestos por el Derecho para cumplir con la sociedad.

Por eso, al tratar de desdeñar la fuerza y vitalidad del contrato relacional relegando su capacidad de ser cumplido por carecer de efectos jurídicos nos desviamos del punto nuclear del problema. Aunque la relación que une al *dominus* y el dominical no tenga naturaleza jurídicamente vinculante, lo que no es dudoso es que está firmemente asentada en la reciprocidad y diseñada para ser cumplida voluntariamente por ambas partes. De hecho, esta es una de las virtudes del reconocimiento de la figura de los dominicales en nuestro derecho. Al calificar a un consejero como dominical se hace transparente que tiene una vinculación con el socio que lo nombra, y nos pone sobre aviso de que, al decidir sobre asuntos en el que el *dominus* tiene un interés en el seno de la sociedad, puede estar sometido a un conflicto de lealtades. Las actuaciones del dominical habrán de estar bajo la lupa del Derecho, tanto en el examen *ex post* del cumplimiento de sus deberes, como en la identificación *ex ante* de situaciones en las que la independencia puede estar muy comprometida, obligándole a abstenerse.

En consecuencia, si se pone el contrato relacional en el centro del análisis, ni la independencia del dominical está necesariamente garantizada cuando la vinculación es opaca, ni se halla necesariamente en entredicho cuando la vinculación es transparente por la existencia de una remuneración externa. Justamente por eso la regulación societaria avanza en la buena dirección obligando a los dominicales a reportar su condición en las cotizadas. Con todo, la obligación de transparencia quizás se quede corta porque no se extiende al sistema de incentivos económicos o de carrera profesional que subyacen al nombramiento. Bien mirado, mecanismos de transparencia respecto al diseño del contrato relacional y la naturaleza de los incentivos son bienvenidos porque facilitan la supervisión y reprimen aquellas formas de vinculación más groseras y encaminadas a doblegar y sojuzgar la independencia de criterio del administrador⁵⁰.

⁴⁹ Los incentivos de la relación entre *dominus* y dominical, lo que se conoce en la literatura económica como contrato relacional, es fundamental para entender la figura del consejero dominical, y lo he tratado a fondo en mi trabajo de SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Consejeros dominicales minoritarios y buen gobierno corporativo», *InDret*, vol.1, 2022, pp. 15 ss.

⁵⁰ Por ejemplo, la ley de valores canadiense, en su *Item 7.3 of Form 51-102F5*, establece: «*If any proposed director is to be elected under any arrangement or understanding between the proposed director and any other person or company, except the directors and executive officers of the issuer acting solely in such capacity, name the other person or company and describe briefly the arrangement or understanding*». Sin embargo, a pesar de la claridad de la norma, la doctrina denuncia la baja transparencia de los dominicales de control, v. IACOBUCCI, Edward M., «Special Compensation Arrangements for Dissident Directors in Proxy Contests: A Policy Analysis», *Canadian Business Law Journal*, vol. 55, 2015, p. 387. El parágrafo 162 AKTG, que obliga a las cotizadas a elaborar un informe de remuneración, en el que se incluye la información sobre servicios prometidos a los administradores por parte de terceras personas en relación con su actividad en el consejo.

Que los premios prometidos no sean públicos o explícitos hacia fuera, no significa que no existan, ni que no obren como palancas eficaces para inducir del consejero dominical el comportamiento que interesa a su *dominus*.

c. *Remuneraciones externas vs. remuneraciones internas*

Corresponde por ello examinar la existencia de remuneraciones externas en el contexto de la existencia de una relación dominical articulada a través del contrato relacional. La doctrina parece pensar que la relación de dependencia solo se apoya y articula en torno a la remuneración externa o de parte, cuando no es más que un síntoma, una expresión del contrato relacional, que es el que verdaderamente articula y expresa la vinculación entre dominical y *dominus*, y que, naturalmente, puede tener otras dimensiones o manifestaciones distintas a la remuneración. Este reduccionismo del contrato relacional a la existencia de remuneraciones externas no convence.

i) Por un lado, peca por exceso. Al ignorar el funcionamiento del contrato relacional y el sistema de incentivos en el que reposa la relación dominical, coloca la remuneración externa en el centro del juicio de la dependencia. Se viene a decir que la remuneración externa (y no así la interna de la sociedad o del grupo) impide de raíz que el dominical cumpla con su deber de independencia⁵¹. El test de dependencia no puede ser entonces más sencillo. Simplemente se ha de acreditar la presencia o ausencia de tales remuneraciones para concluir si los dominicales están sometidos o no a la voluntad e influencia de su *dominus*. Esta manera de discriminar automáticamente la independencia de criterio de los dominicales en función de si perciben o no alguna remuneración externa se fundamenta en el prejuicio de que tal remuneración es, por definición, conflictiva y perjudicial para el interés de la sociedad⁵².

Tal suspicacia ha de examinarse con cuidado. No es dudoso que la remuneración genera fuertes incentivos de comportamiento para los administradores, pero tales incentivos no son siempre y necesariamente negativos. Como se ha puesto de manifiesto con anterioridad, la experiencia norteamericana atestigua que la remuneración permite fichar y reclutar como administradores a profesionales de primer nivel, quienes de otra manera no estarían dispuestos a asumir los sinsabores de ser (perpetuos, acaso) disidentes en un consejo. Las personas más competentes y con mayor experiencia empresarial suelen obtener ingresos elevados y su incorporación podría mejorar la calidad de los miembros de los consejos y su capacidad de supervisión sobre los ejecutivos y otros *insiders* (v. *supra*. 2). Adicionalmente, la remuneración puede estar estructurada de tal manera que se oriente a la maximización del valor global de la compañía. De

⁵¹ Esta parece ser la tesis de PORTELLANO DÍEZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p. 121. «...la clave está en el riesgo de que los administradores con esas retribuciones externas, consciente o inconscientemente, tomen decisiones que, amén de asegurarse la percepción de esa retribución extra, agraden al abonante. Estas decisiones pueden no estar relacionadas directamente con la consecución de los objetivos a los que se liga la obtención de ese rendimiento extra. Pero, aunque solo sea en relación a aquellos, su cumplimiento puede suponer la necesidad de tomar ciertas decisiones estratégicas o de negocio...». GARCÍA GARCÍA, Enrique, «Artículo 229. Deber de evitar situaciones de conflicto de interés», en GARCÍA-CRUCES Y SANCHO GARGALLO (dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, t. III, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, p. 404: «...es evidente que el principio de independencia de criterio, del que también se ocupa el art. 228, podría quedar dañado si se admitiera una práctica como la que comentamos».

⁵² PAZ-ARES, Cándido, «La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, vol.1, 2014, p. 32, afirma que las remuneraciones externas difícilmente pueden ampararse en la excepción (material) de la imposibilidad del conflicto.

este modo, se alinearía el contrato relacional entre *dominus* y consejero con el interés de la sociedad y de los socios externos (que no pueden extraer beneficios privados de la sociedad) (v. *infra*. 4.3). Es evidente que entonces la retribución externa no genera conflictos de interés. Al revés, la prohibición de la misma evitaría que todos los socios se beneficiaran del impulso al aumento de valor de la sociedad que trata de promover esa retribución.

ii) Sentado lo anterior, nótese que la argumentación al uso también peca por defecto. Por de pronto, deja fuera del test de independencia las remuneraciones “internas” -de la sociedad o del grupo- de los dominicales de control, revelando un tratamiento asimétrico y prejuicios de los dominicales minoritarios y disidentes. Adicionalmente, al reducir la consideración de la dependencia del dominical a la mera concurrencia de remuneraciones externas se excluye del juicio sobre la influencia que ejerce el *dominus* sobre su dominical, otros factores indicativos de dependencia, como son otros tipos de incentivos económicos y los ligados a la futura carrera profesional. Es más, este proceder contribuye a blanquear a los dominicales cuyo sistema de incentivos sea potente pero opaco. El caso más elocuente es el del socio de control porque puede disponer a su conveniencia de los recursos de la sociedad (y, en su caso, del grupo)⁵³. Dentro de los límites legales, naturalmente, pero estos son generosos en cuanto a la retribución de los administradores, más allá de los casos extremos de retribución tóxica.

En efecto, una característica clara de incentivos retributivos de los dominicales mayoritarios (frente a los dominicales minoritarios, y más aún si son disidentes) es que son dilatados en el tiempo⁵⁴. La retribución esperada por un administrador es función de la cantidad anual a percibir, pero también de la duración en el cargo. Para incentivar a sus dominicales, el controlante no necesita acudir a la remuneración externa para incrementar las percepciones del administrador, si puede conseguir el mismo objetivo ampliando su tiempo de servicio en la sociedad. Así, mientras los administradores nombrados por el activista tienen pocas probabilidades de ser reelegidos cuando los activistas hayan salido de la sociedad, los nombrados por el socio de control -sean dominicales o independientes- pueden esperar mayor longevidad en el cargo. En consecuencia, aunque el valor retributivo de su puesto es menor que el del nominado por un activista con remuneración externa, la duración esperada en el tiempo es mayor, acaso mucho mayor, lo que incrementa la remuneración total que se espera percibir, y por tanto la capacidad de “influencia” sobre el dominical. Adicionalmente, los administradores nombrados por la mayoría pueden aspirar a que el socio de control patrocine su nombramiento en otros consejos, los coloque en otras sociedades del grupo o con las que tiene conexiones.

d. La evidencia empírica

La vertiente empírica también ha alcanzado al debate sobre la oportunidad de prohibir o permitir este tipo de remuneraciones. La perspectiva al uso basada en argumentos fiduciarios

⁵³HABERSACK, Mathias, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Buch, Auflage, 2019, § 113, Rd 9 («Nach deren Anh. II Ziff. 1 lit. c kann es nämlich der Unabhängigkeit des Aufsichtsratsmitglieds entgegenstehen, dass dieses von der Gesellschaft oder einer verbundenen Gesellschaft eine zusätzliche Vergütung in bedeutendem Umfang erhält oder erhalten hat, wobei als zusätzliche Vergütung auch Aktienoptionen und erfolgsbezogene Vergütungen gelten. Das deutsche Recht trägt dem immerhin durch das generelle Verbot einer aktienkursorientierten Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder Rechnung (→ Rn. 20 ff.); sonstigen erfolgsbezogenen Vergütungen steht es dagegen aufgeschlossen gegenüber (→ Rn. 5, 17 ff.)»).

⁵⁴ V. NILI, Yaron, «Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria Over Activist Paid Directors», *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 18, 2016, pp. 559.

apriorísticos arguye que los suplementos retributivos abonados por los activistas son perjudiciales para la sociedad y sus socios porque reducen la independencia del administrador. Otros análisis de sentido opuesto aducen que este tipo de innovaciones de gobierno corporativo contribuyen a crear valor en las sociedades en las que se implementan.

La experiencia norteamericana ha permitido testar la reacción del mercado hacia este mecanismo remuneratorio⁵⁵. El *study case* analizado empíricamente fue el siguiente. El despacho de abogados americano Wachtell, Lipton, Rosen & Katz LLP, que es conocido por su implicación en la oposición a las tomas de control hostiles y al desembarco de activistas en las sociedades estadounidenses, elaboró y presentó un modelo de cláusula estatutaria en términos muy amplios para descalificar como administrador a quien recibiera cualquier tipo de compensación externa a la propia sociedad⁵⁶. Más de una treintena de sociedades adoptaron inicialmente este blindaje estatutario (el consejo puede unilateralmente adoptar *by-laws*), pero posteriormente la gran mayoría de estas sociedades lo eliminaron para evitar la penalización de los accionistas. En este proceso jugaron un papel clave los asesores de voto o *proxy advisors*⁵⁷, que aconsejaron a los accionistas que retiraran su apoyo a los administradores que hubieran incorporado la cláusula estatutaria, argumentando que impactaría negativamente sobre la calidad de los candidatos disidentes, sin por ello reportar beneficio alguno a los accionistas. Los inversores respondieron a los recelos de ISS respecto al blindaje de Wachtell mostrando su insatisfacción mediante el voto desfavorable a los administradores en las Juntas anuales de las sociedades que los habían incorporado a sus estatutos⁵⁸. Las sociedades que todavía no habían celebrado su Junta respondieron con rapidez retirando el blindaje, quedando al final solo 3 sociedades con la medida defensiva activa en sus estatutos.

Pues bien, el estudio empírico realizado respecto a este caso al que me vengo refiriendo analiza el impacto del blindaje sobre el precio de las acciones, y encuentran que únicamente las sociedades que se enfrentan a la intervención por parte de un activista experimentan una reacción en el precio de las acciones. La conclusión que alcanzan es que el mercado reacciona positivamente ante acontecimientos que facilitan el *golden leash* y negativamente cuando se reduce su disponibilidad.

Este *study case* es ilustrativo porque pone en evidencia que los accionistas externos o ajenos al control -a quienes trata de proteger las medidas defensivas estatutaria o la prohibición en nuestro caso- la valoran como un mecanismo de blindaje del control -sean administradores o socios de control en el caso español- para evitar o dificultar la entrada al consejo de consejeros disidentes.

⁵⁵ El estudio empírico lo realizan CAIN, Matthew D. et al., «How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 164, 2016, p. 649 ss.

⁵⁶ LIPTON, Martin et al., «Wachtell Proposes Bylaw to Ward off Threat of Conflicted Directors», *CLS Blue Sky Blog*, (disponible en <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/05/10/wachtell-proposes-bylaw-to-ward-off-threat-of-conflicted-directors> [https://perma.cc/E57T-FDAH]), última consulta el 21 de mayo de 2022.

⁵⁷ V. Institutional Shareholder Services, Director Qualification/Compensation Bylaw FAQs, (disponible en [https://www.issgovernance.com/file/files/directorqualificationcompensation bylaws.pdf](https://www.issgovernance.com/file/files/directorqualificationcompensation%20bylaws.pdf)), última consulta el 21 de mayo de 2022.

⁵⁸ CAIN, Matthew D. et al., «How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 164, 2016, p.677 («The median number of yes votes cast for these companies was 70.75% compared to 96.98% for those that had repealed the Wachtell Bylaw by the time of the shareholder vote»).

4.3. El reparo concerniente a la estructura del suplemento remuneratorio

Por fin, el tercer estadio de la argumentación sobre el reproche fiduciario a la remuneración externa pone el foco en el núcleo de la cuestión, esto es, en el análisis particularizado de la estructura y diseño del esquema retributivo externo. Como se ha argumentado en los apartados anteriores, la objeción central relativa a las remuneraciones suplementarias no debiera versar sobre el carácter externo de la remuneración -que sea abonada por un socio y no por la sociedad-, sino que se ha de referir a los rasgos que conforman su diseño. Se trataría entonces de valorar si los elementos que configuran tal remuneración generan incentivos capaces de comprometer el deber de lealtad del administrador. El riesgo que entraña este tipo de suplementos retributivos es que acerquen en demasía al consejero al interés del socio que les paga y con ello pierdan independencia para atender los asuntos sociales como deben hacerlo. Por eso, el foco, que hasta ahora se ha puesto en las motivaciones o intereses del *dominus*, o en la propia relación dominical, se ha de desplazar hacia el examen particularizado de la estructura de cada suplemento retributivo.

Como no todos los complementos retributivos son iguales⁵⁹, se trataría de analizar cómo opera *de facto* la remuneración en cada caso en particular para poder determinar si es o no susceptible de suscitar un conflicto de interés. Si la remuneración suplementaria está estructurada para estimular el rendimiento y el esfuerzo del consejero en pro del valor de la sociedad y no interfiere ni le separa de su compromiso con el interés de la sociedad, su existencia es -cuando menos- inocua desde el punto de vista del deber de independencia. La clave entonces está en averiguar cómo cabe estructurar la retribución para evitar conflictos de interés.

Dos criterios debieran guiar el diseño de la remuneración para garantizar que no interfiere en el deber de lealtad del administrador.

a) El primer filtro examinaría las condiciones retributivas, y serviría para cerciorarse de que la remuneración no está diseñada y configurada para atar y alinear al consejero al estrecho interés del socio. Así, el sistema de remuneración suplementaria debería despertar sospechas si, por ejemplo, se abonara de manera automática y en efectivo desde el nombramiento del consejero, porque ello mueve al receptor a respetar y cumplir con los deseos de quien le paga, en la lógica de la autoejecutabilidad de las conductas -aunque no sean vinculantes jurídicamente- en un contrato relacional. Algo similar cabría decir si consistiera en un bonus remunerable por alcanzar ciertos objetivos que persigue el socio, pero que no se compadecen o incluso se contraponen con el objetivo básico de maximizar el valor de la sociedad en interés de todos los socios.

En cambio, no debería ser problemático en principio que la remuneración externa tomara como base la misma combinación de complementos retributivos o los mismos objetivos aprobados

⁵⁹ Estos complementos retributivos suelen estar estructurados mediante fórmulas de compensación incentivada garantizada o condicionada, o una mezcla de ambos. Se dice que la compensación está garantizada cuando se entregan acciones, lo que alinearía al administrador con el resultado empresarial de la sociedad. La crítica que se le hace es que se configura de tal manera que al administrador se le retribuye incluso cuando el valor de las acciones cae (salvo que se desplome). Cuando el suplemento retributivo es condicionado se parece más a un bonus, se abona solo cuando se ha alcanzado el objetivo. Esto significa que el administrador solo será retribuido si aumenta el valor de las acciones, v. SHILL, Gregory H. «The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty», *UCLA Law Review*, vol. 64, 2017, p. 1269.

por la sociedad para los administradores. Pongamos por caso que el socio simplemente doblara para sus dominicales el importe de la retribución que para los consejeros ha fijado la propia sociedad, o que se implementaran los mismos tipos de incentivos retributivos que ya se aplican para el caso de los ejecutivos. Si se supone que la compensación que ofrece la sociedad es acorde con el interés social, no parece razonable que se reproche a la retribución externa que se limita a reproducirla o replicarla que no lo sea. La misma consideración merecería el suplemento retributivo cuando se articula como retribución variable en función del rendimiento de la sociedad. Las bondades de la retribución variable están bien contrastadas por la literatura especializada⁶⁰. Esta forma de estructurar la retribución motiva y da incentivos a los consejeros minoritarios para mejorar el resultado empresarial y, desde esta óptica, señala la conformidad del interés del socio con el interés de la sociedad. En otras palabras, no solo sale beneficiado el socio que satisface la remuneración, sino también los demás socios. Con todo, es una fórmula retributiva poco extendida entre las empresas españolas⁶¹. No parece, por ello, razonable que se exija a los socios que suplementan el salario de los administradores unos criterios de remuneración distintos o más rigurosos de los que rigen para la remuneración de administradores por parte de la sociedad.

b) El segundo filtro que ha de tenerse en cuenta es el de la transparencia. La retribución -sea interna o externa- debe ser publicada en todos sus términos para que los socios y, en su caso, el mercado, la puedan conocer. La publicidad parcial -de sus elementos más característicos, omitiendo otros detalles- o agregada -del conjunto de los administradores, en vez de individualizada- es insatisfactoria. Cuanto más completa sea la información que se suministra, más fácil resulta supervisar si cumple los criterios del filtro de adecuación que se ha examinado más arriba. El deber de transparencia trata de disciplinar las peores tentaciones de los administradores al forzar su confesión: si no se pueden seguir manteniendo ocultas las conductas o los incentivos perjudiciales, se abandonarán para evitar el reproche. Pero la transparencia también sirve para señalar buen gobierno por encima de los estándares al uso: si el socio ha sido muy escrupuloso en la selección del consejero que lo representa y ha elegido personas con experiencia, independencia y buena reputación, o el diseño de los incentivos retributivos está firmemente en línea con el rendimiento de la sociedad, tiene buenas razones para comunicarlo a los socios. Se trataría de hacer saber a los socios que sus intenciones son acordes con el mejor interés de la sociedad, y de esta manera reducir la desconfianza que pudiera existir frente a la entrada del consejero minoritario en el consejo.

5. La falacia de la dispensa

⁶⁰ Para un buen resumen de la literatura sobre la materia, v. EDMANS, Alex, et al. «Chapter 7 - Executive compensation: A survey of theory and evidence», en HERMALIN, WEISBACH (eds.), *The Handbook of Economics of Corporate Governance*, vol. I, 2017, pp. 404 ss.

⁶¹ GUTIÉRREZ URTIAGA, María y SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Determinantes de la remuneración de los consejeros en España», *Boletín Oficial de la CNMV*, Trimestre III, 2020, p. 123 ss. Los datos reales del mercado español ponen de manifiesto que la remuneración variable que reciben los ejecutivos dependiendo de los resultados es notablemente inferior a la fija. En este sentido, llama la atención la baja retribución variable a largo plazo que reciben los ejecutivos, que es relevante porque determina los incentivos de los ejecutivos en relación con el rendimiento futuro de la sociedad. Adicionalmente, dentro de la remuneración variable, la parte que se basa en acciones y opciones sobre acciones, que se denominará remuneración de mercado, tiene un peso muy escaso. En el mismo sentido, GÓMEZ, Juan Pedro, «Remuneración e incentivos de los consejeros ejecutivos en las sociedades del Ibex 35 entre 2013 y 2017», *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, 2019. Estos resultados llaman también la atención en relación con la alta asignación que hay en las sociedades españolas a otros tipos de remuneraciones, en particular, a los fondos de pensiones.

En los apartados anteriores se han puesto de manifiesto las dudas e inconsistencias que suscita de la prohibición ubicada en el art. 229.1 e) LSC. Su oportunidad -la probabilidad de que las remuneraciones externas dañen o perjudique a la sociedad- tampoco parece estar avalada por la evidencia empírica. Además, su funcionalidad a modo de blindaje societario despierta recelos de gobierno corporativo, porque interfiere de manera injustificada en el sistema electoral de la sociedad y en la capacidad de los socios significativos de ver representados sus intereses en el consejo.

En este apartado corresponde poner la mirada en el mecanismo de dispensa, que es la vía destinada a mitigar los posibles inconvenientes que la aplicación rígida de la regla prohibitiva pudiera ocasionar. Se piensa que como la prohibición es relativa o dispensable, la regla se va a excepcionar y ajustar en cada caso en la medida oportuna a través del sistema procedimental y competencial de la organización societaria, permitiendo al administrador percibir la retribución externa *in concreto* cuando se estime pertinente por la mayoría de socios⁶². Esta visión no se puede compartir. En principio, no cabe duda de que el consentimiento de los socios determinaría si la remuneración está alineada con la creación de valor social o no lo está, que naturalmente es coincidente con la noción más intuitiva del interés social. El problema es que el diseño de la autorización mediante una regla de mayoría en Junta distorsiona la voluntad del conjunto de los socios cuando los socios de control tienen un interés particular en obstaculizar la entrada en el consejo a los minoritarios que no gozan de su apoyo y favor. Tal interés de los socios mayoritarios no tiene por qué compadecerse con el interés de los accionistas externos, que, a falta de beneficios privados, se corresponde con maximizar el valor global de la sociedad. Como los socios mayoritarios tienen -o pueden tenerlo, al menos- un claro conflicto de interés, el diseño de la autorización que recoge la ley como mecanismo de gobierno para optimizar el sistema decisorio de la sociedad no sirve al objetivo de alcanzar el interés social. Desde esta perspectiva, el diseño del sistema de regla-excepción en este caso sufre muchas limitaciones e insuficiencias de diseño y configuración.

5.1. La dispensa como mecanismo de corrección de la imperatividad

El diseño de las normas es una tarea compleja porque hay un riesgo sustancial de que causen consecuencias no deseadas, e incluso, perjudiciales. Tal riesgo se agrava en relación con normas restrictivas. Al vedar determinados comportamientos de manera imperativa, se pueden estar evitando conductas que producen resultados negativos, pero también otras cuyo efecto es beneficioso. De ahí que resulte esencial justificar cualquier reforma legislativa relevante sobre evidencia de la más alta calidad que esté disponible, y no simplemente en preconcepciones dogmáticas o en elaboraciones discursivas. Sin embargo, la prohibición general y estricta de las remuneraciones externas sorprende por su parcialidad -parecería que se basa en la convicción previa de que los suplementos remuneratorios son un problema serio al condicionar necesariamente la lealtad del administrador en perjuicio de la sociedad-. Quizás por ello se formula en términos muy amplios y rígidos, resultando a todas luces draconiana y sobre-inclusiva: afecta sin excepción a cualquier remuneración externa (en tanto que no sea abonada por la sociedad o su grupo), con independencia de que origine o no un conflicto de

⁶² PAZ-ARES, Cándido, «La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, vol.1, 2014, pp. 22 ss. GIMENO RIBES, Miguel, *Régimen jurídico de los sistemas de retribución de los administradores sociales*, Marcial Pons, Madrid, 2021, p. 258.

interés. La excesiva imperatividad de la regla solo se corrige o excepciona a través del mecanismo de su posible autorización. Como la norma no ampara la excepción por ausencia de conflicto, deja el ajuste o aplicación *in concreto* a la sociedad, que es la que ha de decidir si hay divergencia o no de intereses. Esta concepción de la regla presenta dos objeciones.

El primer reparo se refiere a la falta de justificación funcional o económica de la prohibición. La prohibición del art. 229.1.e) LSC asimila las remuneraciones externas al reproche de recibir sobornos (“obtener ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad y su grupo asociadas al desempeño de su cargo”). Sin embargo, los estudios empíricos han puesto de manifiesto que el mercado no avala la percepción de que los suplementos retributivos de los activistas estén en abstracto desalineados con la creación de valor de las sociedades (que, en buena lógica, debería coincidir con el interés de la sociedad). Más bien al contrario, hay evidencia de los mercados de capitales del mundo real que los inversores -que son quienes se juegan su dinero y a quienes se quiere proteger- se han mostrado contrarios a que las sociedades inhabiliten como administrador a quien perciba suplementos retributivos. Estos resultados sugieren que la formulación de la regla en términos de absoluta interdicción es ineficiente, porque al conducir al bloqueo de remuneraciones acordes con el interés social, se obstaculizan las contribuciones que los activistas pueden aportar al valor de la sociedad. En cambio, tendría más sentido que en lugar de una regla imperativa prohibiendo las remuneraciones externas se dejara su evaluación al estándar del deber de independencia⁶³. Esta es la manera de proceder en relación con los suplementos retributivos -como con cualquier otra circunstancia que evidencie un conflicto de lealtades del administrador- en otros ordenamientos con larga tradición en deberes de lealtad⁶⁴.

Piénsese que el estándar de actuación independiente se revisa judicialmente, como cualquier infracción del deber de lealtad, y es la manera de determinar y ajustar en cada caso los parámetros de la relación dominical o de agencia entre el *dominus* y el dominical que lo representa para que sea compatible con el interés social. La relación dominical está permitida y reconocida en nuestro derecho, pero con los límites de los deberes de lealtad, en particular de independencia y de confidencialidad⁶⁵. Así, no está prohibido que el *dominus* imparta instrucciones al dominical, naturalmente, carentes de eficacia jurídicamente vinculante. El juez, al evaluar el deber de independencia contextualizado en un caso concreto, habrá de sopesar que la representación de los intereses del *dominus* no menoscabe el interés del conjunto de los socios. El dominical puede compartir información con el *dominus*, pero éste no podrá hacer uso interesado de la misma, ni dañar a la sociedad. La revisión judicial *ex post*, en lugar de la prohibición absoluta *ex ante*, sería en buena lógica la manera más oportuna de

⁶³ Esta es la regla que rige para el caso de grupos de sociedades, GARCÍA GARCÍA, Enrique, «Artículo 229. Deber de evitar situaciones de conflicto de interés», en GARCÍA-CRUCES Y SANCHO GARGALLO (dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, t. III, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, p. 3160 («La percepción de la remuneración de todos o algunos de los administradores, a cargo de otra entidad del grupo resultaría siempre lícita, pero ello no le eximiría al beneficiario de una eventual responsabilidad por el daño causado al interés social si al adoptar decisiones hiciera valer el del grupo o el de alguna entidad que forma parte de este sacrificando de forma intolerable el interés de la sociedad administrada»).

⁶⁴ V. el análisis jurisprudencial de Delaware sobre la materia, en SHILL, Gregory H. «The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty», *UCLA Law Review*, vol. 64, 2017, pp. 1276 ss. Sobre la relación dominical, son muy interesantes las apreciaciones del juez Laster, J. Travis. V. LASTER, J. Travis, ZEBERKIEWICZ, John M., «The Rights and Duties of Blockholder Directors», *The Business Lawyer*, vol. 70, 2015, pp. 33 ss.

⁶⁵ PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España*, Centro de estudios. 2019, pp. 129 ss. y 153 ss.

evaluar las decisiones de los dominicales que cobran suplementos retributivos (internos o externos), cuyo reproche, recordémoslo, reside en la falta de independencia del dominical.

La otra objeción tiene que ver con el juego prohibición-dispensa. La estrategia legal encaminada a prohibir las retribuciones externas de manera absoluta conduce a que en la práctica societaria quede consolidado un rechazo tajante hacia tales prácticas remuneratorias, que va a dificultar su autorización aun cuando no representen conflictos de interés y converjan con los intereses de la sociedad, que sería lo razonable. Esta conclusión se alcanza con facilidad si reparamos en la manera de diseñar los arreglos de gobierno corporativo. Podríamos pensar que resulta irrelevante cómo está definida o diseñada la regla, en términos de prohibición o de permisividad, siempre que haya un sistema reversible de ajuste, de *opt-in* o de *opt out*⁶⁶. Desde esta óptica, el funcionamiento de la regla será óptimo y adecuado si la sociedad cuenta con una vía de aplicación de la prohibición a través de la excepción, para adecuarla *in concreto* a los casos en los que la estructuración de la remuneración sea conforme con la creación de valor y no cree un conflicto de interés. No obstante, *el recelo que suscita este planteamiento es que la solución por defecto adoptada por la regla -la prohibición o la permisividad- es crucial, pues los costes de transacción impiden que partiendo de la prohibición se pueda alcanzar el arreglo óptimo a través de su aplicación societaria*. En particular, las ineficiencias no se van a corregir a través de la autorización, sino que van a persistir debido a la asimetría de poder de los socios en las sociedades controladas⁶⁷.

Así, cuando el interés de los socios mayoritarios y de los externos no coincide, la dispensa, aunque sea eficiente para el interés del conjunto de los socios, no se producirá. En particular, los socios externos -que racionalmente querrían excepcionar la regla prohibitiva de la remuneración externa siempre que la retribución estuviera alineada con criterios de creación de valor conjunto- no tienen el poder de voto para hacerlo. En efecto, no hay que perder de vista que los términos de la prohibición benefician a los socios de control, al bloquear o impedir que socios significativos que usan habitualmente sistemas de suplementación salarial tengan representación en el consejo. Justamente por eso la prohibición funcionalmente opera como un blindaje para los socios de control: les protege frente al riesgo de que pierdan el monopolio del consejo, que gobiernan a su conveniencia, si acceden otros dominicales que disienten del control. Los socios de control anticipan que sus intereses privados, con carácter general, pueden verse comprometidos si se aumenta la vigilancia y se cuestionan sus negocios o sus políticas en el consejo por la entrada de consejeros que no gozan de su favor. En consecuencia, los socios de control, que son quienes tienen poder de decisión a través del voto mayoritario, no estarán interesados en eliminar el blindaje y excepcionar una regla beneficiosa para la sociedad, pero perjudicial para sus intereses.

5.2. Las condiciones "garantistas" de la dispensa

⁶⁶ PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España*, Centro de estudios. 2019, pp. 127-128 («A la postre, la solución tampoco resulta tan distinta de la patrocinada por la doctrina americana. Ha de tenerse en cuenta, en este sentido, que quienes abogan por un planteamiento liberal lo hacen sobre la base de que la retribución externa es objeto de un *disclosure* exhaustivo en el proceso de recolección de *proxies* o delegaciones de voto para el nombramiento de los administradores. Y esto implica virtualmente que a la postre la retribución es aprobada por los accionistas»).

⁶⁷Sobre este debate, v. BEBCHUK, Lucian, A., HAMDANI, Assaf, «Optimal Defaults for Corporate Law Evolution», *Northwestern University Law Review*, vol. 96, 2002, pp. 489 ss.

Más allá de las insatisfacciones resultantes de la opción legislativa de impedir los complementos retributivos ineficientes u oportunistas a través de una regla prohibitiva general de las remuneraciones externas, los problemas de diseño también alcanzan al mecanismo de la autorización propiamente dicho. A primera vista se puede pensar que cuanto más garantistas y exigentes sean en términos procedimentales las condiciones de la dispensa -en Junta y con las reglas de la modificación de estatutos- mejor se protege el interés de la sociedad y de sus socios⁶⁸. Esta presunción, que es un lugar común entre nosotros, pierde de vista que las reglas de gobierno corporativo -las reglas de juego- no siempre están bien ajustadas para optimizar la adopción de decisiones de la sociedad. En tal caso, el sistema de gobierno en vez de proteger a los socios externos, refuerza el poder de los internos. Dos elementos explican este fenómeno: la inercia del derecho de sociedades o *path dependence* y la importación acrítica de arreglos de buen gobierno -concebidos para entornos de capital disperso- a sociedades con socios de control.

a) Se halla bien acreditado que las reglas procedimentales y de organización societaria -que, en abstracto, están previstas para servir el interés de la sociedad y reducir los costes de agencia- están con frecuencia al servicio de procurar el interés privado de los *insiders* disfrazándolo o vistiéndolo como interés común o del conjunto de los socios⁶⁹. Esto se liga a la idea de *path dependence*, de histéresis: las reglas de juego corporativo son producto de la estructura de propiedad -se articulan inicialmente en beneficio de quienes controlan la sociedad-, y una vez instaladas, persisten en el tiempo frente a nuevas reglas o soluciones, aunque las iniciales hayan devenido -o lo fueran ya *ab initio*- ineficientes. Quienes tienen más en juego en el funcionamiento societario en un cierto país y en un determinado sistema jurídico, de ordinario contarán con los incentivos y la capacidad de influencia para conformar las reglas de partida y, probablemente, para amoldar los desarrollos posteriores y adaptar las innovaciones que vayan emergiendo de forma que no se amenace el equilibrio del *statu quo*, al menos en ausencia de *shocks* exógenos intensos. No resultará tan difícil descafeinar o desvirtuar aquellas reglas que se perciban como hostiles o contrarias a sus intereses o introducir nuevas reglas que, incluso al socaire de la retórica del buen gobierno, en lo esencial mantengan las situaciones heredadas. Lo que se podría calificar como el sesgo pro mayoritario del Derecho de sociedades en España es en importante medida fruto de esta inercia en la comprensión de las reglas de juego societario, que no solo se imprime a través de grupos de interés, sino por la persistencia intelectual de aproximaciones recibidas del pasado por académicos, jueces y abogados que, de manera bien intencionada, perfilan e interpretan el Derecho de sociedades de acuerdo con aquel sesgo.

b) Adicionalmente, las innovaciones de gobierno corporativo han de perfilarse en función de la estructura de propiedad de las sociedades y las ineficiencias o costes de agencia que típicamente la acompañan. Los problemas de gobierno de las sociedades son distintos y precisan de distinto utillaje en entornos de capital disperso -la preocupación aquí reside en los conflictos de interés de los administradores- y en los entornos de capital concentrado -la preocupación prioritaria reside en los conflictos de interés de los socios de control-.

⁶⁸ PAZ-ARES, Cándido, «La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, vol.1, 2014, pp. 32-35; PORTELLANO DÍEZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p. 122 («si se considera que el supuesto del art. 229.1 e) LSC es tan grave como para que la dispensa solo pueda proceder de la junta...»).

⁶⁹ BEBCHUK, Lucian A., ROE, Mark J., «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance», *Stanford Law Review*, vol. 52, 1999, pp. 127.

Innovaciones de gobierno corporativo beneficiosas en entornos de capital disperso pueden ser irrelevantes o incluso contraproducentes en entornos de capital concentrado⁷⁰. El ejemplo paradigmático es la medida estrella del activismo accionario: aumentar el poder de decisión de los socios como colectivo frente a los administradores. Esta iniciativa tiene sentido en las jurisdicciones con sociedades de capital disperso, que se caracterizan porque la mayoría de las competencias decisorias las acapara el consejo de administración, dejando a la Junta con limitadas capacidades de decisión. Dar más poder de decisión a los socios tendría el propósito de que los socios cuenten con mecanismos de voz para disciplinar a los administradores y sus costes de agencia.

Esta fórmula, por el contrario, no funciona bien en entornos de capital concentrado, en los que los sujetos que han de ser disciplinados no son los administradores sino los socios de control, pues aquellos son esencialmente correa de transmisión de estos. Entonces el resultado es opuesto al perseguido: al dar más poder a los socios en su conjunto, se fortalece la posición de control de los socios mayoritarios y se legitiman sus posiciones cargadas de conflictos de interés⁷¹. Este razonamiento se ajusta con precisión al supuesto que nos ocupa. En efecto, si la dispensa la otorga la mayoría en Junta, queda en las sociedades controladas al albur del socio de control, que, recordémoslo, se halla en situación de conflicto de interés porque es beneficiario directo de una medida que contribuye a bloquear la presencia y la eficacia de los dominicales minoritarios en el consejo. Entonces, el socio de control tendrá incentivos para vetar la remuneración, aunque esté estructurada con criterios de creación de valor, si el socio minoritario que satisface las retribuciones es disidente del control y amenaza con implicarse para reducir los beneficios privados.

Cabría alegar que la dispensa en sede de Junta ofrece a los socios minoritarios ciertas garantías, entre las que destaca la impugnación. Se podría impugnar si se deniega la autorización a pesar de que se pudiera “asegurar la inocuidad de la operación autorizada para el patrimonio social o, en su caso, su realización en condiciones de mercado y la transparencia del proceso” según reza el art. 230. 2 LSC. El problema es que la impugnación es un mecanismo deficiente para proteger a los minoritarios -que son los perjudicados por la prohibición de las remuneraciones externas- frente a las decisiones abusivas de los socios de control⁷². Es decir, supongamos que el suplemento remuneratorio cumple con las condiciones de publicidad y sus elementos retributivos están alineados con el interés social; sin embargo, la Junta no lo autoriza. Dada la

⁷⁰ BEBCHUK, Lucian A., HAMDANI, Assaf, «The Elusive Quest for Global Governance Standards», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 157, 2009, pp. 1263 ss.

⁷¹ BEBCHUK, Lucian A., HAMDANI, Assaf, «The Elusive Quest for Global Governance Standards», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 157, 2009, pp. 1298, («In contrast, in CS companies (se refieren a sociedades con socios de control), making it easier for the majority of shareholders to have its way cannot alleviate, and may exacerbate, the key concern of controller opportunism. Indeed, one strategy for addressing this agency problem is constraining the voting power of the majority of shareholders or empowering minority shareholders as a group to influence certain decisions»). Los argumentos esgrimidos para justificar que las remuneraciones externas sean dispensadas por la Junta fortalecen a la Junta como bastión de los socios de control en las sociedades con propiedad concentrada. PAZ-ARES, Cándido, «La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, vol.1, p. 31 [«(s)olo 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)»]; PORTELLANO DÍEZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p.121, [«(y) eso lo tienen que valorar los socios, no solo algunos de ellos; y, además, en el lugar apropiado: la Junta»].

⁷² GUTIÉRREZ URTIAGA, María y SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Strong shareholders, weak outside investors», *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 18, 2018, pp. 290 ss.

imperatividad del art. 229.1 e) LSC, que no deja espacio para la excepción material o por ausencia de conflicto, y el prejuicio común entre nosotros de que el interés de la mayoría está alineado con el interés del conjunto de los socios (ignorando el conflicto de interés de los socios de control en la decisión), se me antoja aventurado pensar que el tribunal vaya a revisar a fondo la decisión de la Junta.

c) Adicionalmente, se podría invocar el paralelismo con el Derecho inglés, que obliga a que la autorización sea exclusiva de los socios, para sustentar la autorización de la Junta. Lo que sucede es que la racionalidad de la regla allí poco tiene que ver con las razones que se alegan entre nosotros (y mucho menos con la necesidad de preservar la competencia de los socios sobre cuestiones “constitutivas”, entre las que se incluye la retribución, que se analizará en el apartado siguiente). Tiene más que ver con una lógica basada en los incentivos. La razón que se suele argüir es que al tratarse de una prohibición relativa exclusivamente a aceptar sobornos y dádivas que generen un conflicto de interés, los administradores serán más reacios a aceptarlos si se ven obligados a pedir autorización a los socios en vez de a los administradores, que serían más tolerantes con estas prácticas⁷³. Al aplicar un filtro estrecho respecto a las comisiones y las ventajas que reciben los administradores hay un riesgo de falsos negativos: como existe una alta probabilidad de que las comisiones puedan ser perjudiciales para la sociedad, el riesgo de privar de tal beneficio al administrador es eficiente, pues, a fin de cuentas, se trata de beneficios “privados”, con los que los administradores no deberían contar. Esta misma lógica late también en nuestro caso: como la norma prejuzga los complementos retributivos sin excepción como desleales, hace que sea de antemano difícil de revertir el prejuicio cuando la estructura de la retribución está alineada con el interés social. Pero en el caso de los suplementos retributivos, el coste de los falsos negativos es mucho mayor. Más allá de privar al administrador del beneficio privado de la remuneración, puede penalizar la contribución productiva que estos administradores puedan hacer a la creación de valor de la sociedad y restringe la capacidad de los socios minoritarios (no de los mayoritarios) de representar sus intereses en el consejo.

5.3. ¿Por qué tiene que autorizar la Junta una remuneración que no satisface la sociedad?

Por último, como el diseño del mecanismo de dispensa no se justifica por razones de eficiencia, se hace descansar en razones formales y procedimentales. El argumento nuclear para legitimar que la Junta deba autorizar en todo caso cualquier remuneración de terceros es de procedimiento: la materia retributiva de los administradores la decide la Junta General (art. 217.1 LSC). De otra manera, continua el argumento, se minarían las prerrogativas de la sociedad y de sus órganos para establecer la política de remuneraciones de los administradores⁷⁴. Esta línea argumental viene a decir que el propio procedimiento social imposibilita de raíz la existencia de retribuciones externas no aprobadas por la Junta porque, más allá de los deberes fiduciarios, la Junta tiene atribuida la competencia exclusiva para remunerar a los administradores. Pues bien, el reparo que suscita este razonamiento es que los suplementos retributivos que satisfaga el socio a su dominical no es una cuestión que incumba a la política remuneratoria de la sociedad porque no compete a la sociedad su abono con cargo a su

⁷³ KERSHAW, David, *Company law in context: text and materials*, Oxford University Press, Oxford, 2012, p. 574.

⁷⁴ PAZ-ARES, Cándido, «La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, vol.1, p. 23; PORTELLANO DÍEZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, pp. 121-122.

patrimonio⁷⁵. La razón de fondo por la que los socios han de tener voz a la hora de definir la política de remuneraciones de la sociedad no es meramente formal o procedimental, sino que se fundamenta en la supervisión de uno de los conflictos de interés más representativos de los administradores: la extracción de beneficios privados de la sociedad a través de la remuneración. Y resulta fácil comprobar que esta racionalidad no se aplica en el caso de los complementos retributivos abonados por el socio minoritario con cargo a su patrimonio particular, y no al patrimonio social.

En efecto, la explicación más elemental nos remite al juego de la relación principal-agente, porque los excesos o las ineficiencias en la configuración de la remuneración es un ejemplo paradigmático de extracción de beneficios privados. La relación principal-agente nace de la necesidad de especialización: los socios, especializados en inversión, delegan parte de sus facultades de control a los administradores, especializados en la gestión. Esta relación es productiva, pero a la vez, debido a la asimetría informacional entre el principal y el agente y a la incertidumbre de las decisiones empresariales, genera sus propias ineficiencias o costes de agencia (los administradores saben que tienen margen de maniobra para hacer prevalecer sus intereses privados por delante del interés de los socios sin que estos lleguen a percatarse de que sus intereses no están siendo servidos óptimamente).

Este razonamiento se aplica con exactitud al caso de la remuneración. El mecanismo remuneratorio es un sistema de incentivos cuyo propósito es alinear a los administradores con el interés de los socios de maximizar el valor de la sociedad, pero a su vez, capaz de generar sus propios conflictos de interés. En efecto, el diseño del paquete retributivo es una cuestión compleja y técnica, que escapa al *expertise* de los socios, y que se estructura y negocia en el ámbito de la gestión de la sociedad. Pero si los administradores gozaran de discrecionalidad para definir su propia remuneración tendrían la tentación de retribuirse de manera excesiva y de deslindar la retribución del rendimiento empresarial (es decir, de apartarse del interés de los socios)⁷⁶. Como la retribución representa un conflicto típico de interés de los administradores, que lo supervise y vote la Junta promueve que haya transparencia sobre los complementos retributivos y control por parte de los socios, para evitar que los administradores se enriquezcan a costa del patrimonio social sin haber cumplido con su cometido⁷⁷.

⁷⁵ PORTELLANO DÍEZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p. 121. («habrá que valorarse si ello (se refiere a las decisiones estratégicas o de negocio) es compatible con el art. 217.4 LSC, según el cual el sistema de remuneración de los administradores deberá estar orientado a promover la rentabilidad y la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad»). Sin embargo, la doctrina comparada se aparta de este criterio. En el caso de Alemania, la doctrina mayoritaria no apoya que el § 113 AktG, equivalente, aún con sus particularidades, a nuestro art. 217 LSC, sea aplicable cuando la retribución no es satisfecha por la sociedad o sus subsidiarias, SEMLER, Johannes, «Corporate Governance. Beratung durch Aufsichtsrat Mitglieder», *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, vol. 23, 2007, pp. 881 ss.; NEUHAUS, Martin, GELLIBEN, George, «Drittvergütungen für Aufsichtsratsmitglieder», *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, vol. 35, 2011, p. 1364; HABERSACK, Mathias, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 5. Auflage, 2019, § 113 Rdn 12 («Was hingegen sonstige Drittvergütungen anbelangt... § 113 soll hingegen unanwendbar sein»). Ver también las referencias que el autor cita en la nota 43.

⁷⁶ BEBCHUK, Lucian, A., FRIED, Jesse M., *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 2004: «There is now recognition that many boards have employed compensation arrangements that do not serve shareholders' interests. »).

⁷⁷ Esta misma lógica, HABERSACK, Mathias, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 5. Auflage, 2019, 113 Rdn 1 («Letztlich geht es den Vorschriften des § 113 darum, die Aktionäre und Gesellschaftsgläubiger vor überhöhten Bezügen und der damit verbundenen Gefahr einer Entziehung des Gesellschaftskapitals zu schützen»).

Adicionalmente, esta racionalidad ha cogido impulso tras la crisis financiera, que puso en evidencia los altos sueldos de los administradores de bancos en crisis, y se impulsó en todo el mundo reglas sobre “say on pay”

Pues bien, sentado lo anterior, lo que importa ahora aclarar es que este conflicto no se suscita en relación con los complementos retributivos satisfechos por un tercero. En este caso, la retribución la satisface el *dominus*, no la sociedad, y la relación de agencia relevante a estos efectos es entre el socio y el dominical, por lo que carece de sentido que la Junta supervise una retribución que la sociedad no sufraga. Dicho con otras palabras, es el socio que satisface el complemento retributivo quien ha de preocuparse de no estar pagando en balde, sino para garantizarse que el dominical representa sus intereses con la máxima dedicación. Aquí la sociedad nada tiene que decir, salvo, claro está, que la configuración del complemento retributivo comprometa seriamente la independencia del administrador y se genere un conflicto fiduciario relevante con la sociedad.

6. Enmendando los desajustes de la prohibición

A estas alturas, y a la vista de las reflexiones y argumentos que se han ido desgranando a lo largo de este estudio, parece claro que los suplementos retributivos requieren de una aproximación más indulgente de la que propicia la norma. En favor de una vía hermenéutica que rebaje la imperatividad de la prohibición se pronuncia la doctrina más autorizada⁷⁸. A mi juicio, la manera más razonable de superar las limitaciones de la regla sería abogar por una reducción teleológica de la prohibición, que la circunscriba exclusivamente a los casos en que se produce un conflicto de interés. Hay varias razones que abonan esta interpretación.

a) Para empezar, es fácil percatarse de que se trata de la fórmula interpretativa más acorde con el espíritu y el propósito último de la norma. Recordemos que la prohibición se localiza en un precepto, el art. 229. 1 LSC, cuya finalidad es ofrecer una lista de prohibiciones relativas bajo la matriz común de especificar y desglosar grupos de casos relativos a conflictos de interés que el administrador debe evitar. La estrategia de la norma pasa por visualizar y advertir sobre conflictos concretos y verificables, en lugar de impedir peligros abstractos. Desde esta perspectiva, la interdicción de la letra e) ha de interpretarse en conexión con el fin último de la regla, su carácter profiláctico, que se orienta a especificar la obligación del administrador de evitar ponerse en situación de conflicto de interés. Dicho con otras palabras, como el complemento retributivo no necesariamente es *per se* conflictivo (v. *supra*. 4), no se incumplirá el deber de lealtad si no se puede considerar razonablemente que la remuneración externa pueda dar lugar a un conflicto de interés.

Al igual que en la evaluación de otros conflictos de interés del mismo precepto, se plantea una verificación objetiva, o por así decirlo, económica de la realidad: se trataría de calibrar si un observador razonable pensaría que existe una posibilidad real y sensata de que el suplemento retributivo, tal y como esté configurado y estructurado, pueda crear un conflicto de interés. Este

como práctica de buen gobierno para aumentar la transparencia sobre la remuneración de los administradores y canalizar el control de los socios. FERRI, Fabrizio, MABER, David, A., «Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK», *Review of Finance*, vol. 17, 2013, p. 530 («UK investors perceived say on pay to be a value enhancing monitoring mechanism and were successful in using say on pay votes to pressure firms to remove controversial pay practices and increase the sensitivity of pay to poor performance»). No obstante, la adopción de estas reglas cambia de jurisdicción en jurisdicción, y depende sustancialmente en la estructura de propiedad y la composición de la base social, THOMAS, Randall, S., VAN DER ELST, Christoph, «Say on Pay Around the World», *Washington University Law Review*, vol. 92, 2015, pp. 653 ss.

⁷⁸ PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España*, Centro de estudios, Madrid, 2019, pp. 124 ss.

es, en definitiva, el análisis que la ley pide que realice el administrador al exigirle que evite el conflicto. En este análisis no entrarían a valorarse las intenciones de los socios minoritarios que promueven al dominical, ni su concepción del interés social, que puede legítimamente no coincidir con el de los socios mayoritarios. Tampoco habría que enjuiciar en ese momento la lealtad o la falta de independencia del dominical. Lo único que debiera evaluarse es si la remuneración es transparente para la sociedad y está sustentada en criterios compartidos de maximización del valor global de la sociedad. Desde esta perspectiva, actuaría como un *safe harbour* que la remuneración esté definida con criterios similares a los que la propia sociedad prevé para los ejecutivos (por ejemplo, que el suplemento retributivo se vincule a incentivos variables, como un bonus referido a la evolución del valor o los beneficios) y que se hubiera comunicado en detalle a la sociedad.

b) La segunda razón que avala la interpretación que se propugna en estas páginas es que se trata de la manera de entender la norma más acorde con el Derecho comparado. Las jurisdicciones de nuestro entorno constriñen la prohibición referente a la recepción de beneficios o ventajas provenientes de terceras partes a situaciones de conflicto de interés. Solo entonces los administradores infringirían su deber de lealtad. Dos ejemplos ilustran este particular, Reino Unido -que prohíbe los “beneficios” al administrador provenientes de terceras personas- y Alemania -que carece de una regla prohibitiva-.

La Ley de Sociedades inglesa -la *Companies Act* de 2006- regula los beneficios de terceras partes en el contexto de los deberes fiduciarios de los administradores. En consecuencia, el administrador debe reprimir la recepción de beneficios satisfechos por un tercero por su condición de administrador, salvo que no pueda considerarse razonablemente probable que su aceptación origine un conflicto de interés (v. *supra*. 3. c)

En el caso alemán, no hay una prohibición legal a las remuneraciones externas, y la opinión predominante de la doctrina alemana se encamina a entender que los pagos o las remuneraciones de parte de un tercero han de constituir un conflicto de interés relevante para atraer la atención del Derecho, y en tal caso, desencadenarían las consecuencias legales generales de dicho conflicto⁷⁹. Adicionalmente, el Código de Gobierno Corporativo alemán de 2017 establece una prohibición general para que los miembros del consejo exijan o acepten beneficios inapropiados de terceros para sí mismos o para cualquier otra persona en relación con su trabajo prestado para la sociedad⁸⁰. En la medida en que están permitidos (es decir, cuando no son inapropiados), el código alemán- y ahora también la ley- obliga a que tales beneficios sean transparentes⁸¹.

c) Adicionalmente, no solo es la solución más respetuosa con la *ratio* de la norma, y así se entiende en otras jurisdicciones, sino que las otras alternativas se revelan menos deseables. En

⁷⁹ V. por todos, HABERSACK, Mathias, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 5. Auflage, 2019, § 113 Rdn 12, y las referencias doctrinales de la nota 42.

⁸⁰ V. *Regierungskommission, Deutscher Corporate Governance Kodex [German Corporate Governance Code] 7*, (disponible en <https://www.dcgk.de/en/code/gcgc-2020.html>), p. 8, última consulta el 21 de mayo de 2022.

⁸¹ La transparencia se ha visto reforzada tras reforma operada en 2019 de la *Aktiengesetz*, cuyo art. 162 obliga a las sociedades cotizadas a preparar un informe de remuneración sobre la compensación de los administradores, en el que se incluye información en relación con los servicios que un tercero ha prometido a un miembro del consejo de administración en relación con su actividad como tal.

particular, me refiero a la solución patrocinada por la doctrina más atenta de mantener los términos imperativos de la prohibición, a la par que engrasar -a través de los informes de los administradores- el sistema de autorización por parte de la Junta, para así vencer, entiendo, algunas de las insuficiencias de la dispensa, como la resistencia a otorgar la autorización, a la que me he referido con anterioridad⁸². Esta propuesta se asienta en el presupuesto de que sea la Junta la que decida en todo caso si aprueba o no cualquier complemento retributivo, no por razones fiduciarias, sino para preservar las prerrogativas competenciales de la Junta en materia de retribución de los administradores. Así visto, podría alegarse que esta interpretación se mira en el espejo de la práctica americana, pues son a fin de cuentas los accionistas quienes aprueban la remuneración complementaria al elegir al administrador designado por el activista en un *proxy fight*. En este sentido, cabría argumentar que, *mutatis mutandis*, el voto de los accionistas que eligen al administrador con una retribución externa o de tercero sería entre nosotros lo más parecido a la autorización por parte de la junta de socios. En ambos casos, la retribución sería aprobada por los accionistas⁸³.

Esta comparativa es, no cabe duda, muy sugerente. Sin embargo, a la postre no es convincente, porque los arreglos de gobierno corporativo son complejos y no siempre resultan fáciles de contrastar o trasmutar de unas jurisdicciones a otras. En principio, es fácil simpatizar con la idea que subyace en el sistema americano de *proxy fight*, en el sentido de que sean los socios quienes puedan decidir, siempre que estén bien informados, si les conviene o no elegir a un administrador que reciba determinados complementos retributivos, dado que el administrador incentivado con la remuneración especial va a estar en posición de decidir sobre materias que repercuten y afectan a todos los socios. Aún y todo, esta lógica es difícil de darle traslado a nuestro Derecho. La razón tiene que ver con el sistema de propiedad -disperso frente a concentrado- que determina el sistema de decisión y de gobierno de la sociedad. Dado que el sistema decisorio está monopolizado por los socios de control, las decisiones colectivas o del conjunto de los socios las adopta el socio o socios mayoritarios con su poder de voto, lo que les convierte en *insiders* en relación con los demás socios. Si se mira la cuestión con más atención, se comprueba que la analogía es más aparente que real.

(i) La primera línea de argumentación se refiere a la prohibición fiduciaria propiamente dicha. Por de pronto, es preciso subrayar que en la regulación americana no hay tal cosa como una prohibición legal de las remuneraciones externas (ni siquiera siguen en pie los blindajes estatutarios que se erigieron en su día en algunas sociedades frente a ellas). Por ello, la elección del administrador con el voto de los socios no puede verse como una dispensa tácita o implícita de las retribuciones externas que ya son de por sí lícitas.

Es más, en el caso americano no se trata de una decisión separada, sino que se fusiona y confunde con la decisión de elegir a los administradores (el voto solo permite a los accionistas expresiones binarias de sus preferencias y enfoques). La manera de elegir a los minoritarios

⁸² PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España*, Centro de estudios. 2019, p.127, [«La mayor indulgencia no requiere desplazar la regla de la prohibición de las retribuciones externas apelando al mandato natural. Basta con tenerla en cuenta en los procesos deliberativos de las comisiones de retribución y en los informes de los administradores encaminados a justificar la dispensa que ha de ser concedida por la Junta (art. 230.2 LSC)»].

⁸³ PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España*, Centro de estudios. 2019, p. 128 («A la postre, la solución tampoco resulta tan distinta de la patrocinada por la doctrina americana referida»).

disidentes es, en principio, a través de un *proxy fight*: los activistas presentan una lista alternativa y competidora de candidatos a la elaborada por el Consejo de administración en el cargo. Como es muy raro que haya socios de control, el sistema del *proxy fight* descansa en la confianza de que los socios estén en condiciones de adoptar decisiones informadas sobre una cuestión fundamental, como es la dirección de la sociedad, gracias a la presencia de intermediarios financieros sofisticados, como asesores de voto e inversores institucionales. Es decir, la práctica americana tiene, en el fondo, más que ver con el sistema electoral y con ensanchar el abanico de elección de los socios respecto de las personas que representan sus intereses -y en la que han de valorar, de manera conjunta, cuestiones distintas como afiliación, experiencia, motivación, incentivos, etc-, que con la dispensa de un deber de lealtad -máxime en ausencia de conflicto de interés- o con las prerrogativas “orgánicas” o “constitucionales” de la Junta.

Por otro lado, resulta distorsionador inferir que el voto de los socios en un *proxy fight* es, *mutatis mutandis*, análogo a la aprobación de las remuneraciones especiales o complementarias en Junta, porque con ello parece darse a entender que los socios deben en todo caso aprobar la remuneración especial. Si abrimos el foco, enseguida comprobamos que esta visión no se ajusta a la realidad. De un lado, los *proxy fights* son una práctica deseable, pero rara. Más frecuente es el caso de los llamados *settlements*, que permiten que los disidentes entren en la lista oficial mediante un acuerdo con la sociedad, con los administradores, y que se ha convertido en la vía más habitual de acceso de los minoritarios en los consejos⁸⁴. El acuerdo entre el activista y el consejo cierra la puerta a una lista competidora en un *proxy fight*, rebajando las alternativas de elección de los socios, que solo pueden votar una lista (y que, naturalmente, quedaría muy desdibujada la alegación de que aprueban -implícitamente- la remuneración). Del otro lado, existen otros supuestos muy comunes de remuneraciones externas al margen de la aprobación de la Junta. Es el caso de modelos de negocio establecidos y desarrollados a través de sociedades cerradas con socios sofisticados y muy contractualizadas. Así, es común que los *private equities* retribuyan a sus dominicales con criterios y métricas de maximización de valor⁸⁵. Lo mismo sucede en relación con la remuneración en el entorno de las *venture capital*, sin que hasta el momento hayan despertado controversia, ni se haya suscitado la autorización por parte de la Junta.

Caben pocas dudas de que la prohibición del art. 229.1. e) LSC puede tener efectos no queridos ni deseables entre nosotros en este contexto de sociedades cerradas. La utilización oportunista de las reglas del Derecho de sociedades para, llegado el momento, reasignar los arreglos contractuales en interés de una de las partes, puede llevar a que se contraigan estos sectores de negocio (y mucho me temo, que los tribunales no van a hacer nada para evitarlo, a la vista de algunas de las decisiones judiciales en las que se confrontan los pactos parasociales)⁸⁶.

⁸⁴ BEBCHUK, Lucian, A., et al., «Dancing with Activists», *Journal of Financial Economics*, vol. 137, no. 1, 2020, pp. 1-41.

⁸⁵ IACOBUCCI, Edward M., «Special Compensation Arrangements for Dissident Directors in Proxy Contests: A Policy Analysis», *Canadian Business Law Journal*, vol. 55, 2015, p. 382.

⁸⁶ Por ejemplo, v. la Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de noviembre de 2020 (núm. 613) (RJ 2020, 5282), sobre el caso Duro Felguera, y las reflexiones en SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Consejeros dominicales minoritarios y buen gobierno corporativo», *InDret*, vol.1, 2022, pp.7 ss. La doctrina jurisprudencial relativa a los pactos parasociales es preocupante porque parece ignorar la realidad (v. la Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de abril de 2022 (núm. 1386), y pone en jaque el desarrollo de modelos de negocios innovadores, como el mercado de las *start-ups*).

(ii) La segunda reflexión pone el foco en el sistema electoral. Al trasladar la lógica del voto de los accionistas en un *proxy fight* a la práctica española, en la que hay socios de control, nos podemos fácilmente percatar de que aquí el sistema electoral tiene un diseño muy distinto. Entre nosotros los consejeros minoritarios (disidentes) no son elegidos por los socios en su conjunto, como sucede en un *proxy fight*, sino por los socios que los proponen a través del mecanismo del sistema de representación proporcional. En efecto, como los socios de control -que abundan en nuestras sociedades- monopolizan el sistema decisorio de la sociedad a través de la regla de la mayoría, el sistema electoral empodera a los minoritarios a elegir de manera proporcional a sus propios representantes en el consejo porque, de otra manera, el socio de control vetaría su representación si disintiesen del control.

En este contexto, la articulación de las remuneraciones externas presenta dos soluciones extremas o de esquina y, por ello, insatisfactorias. Por un lado, la autorización o aprobación de los sistemas remuneratorios de los dominicales minoritarios por la mayoría presenta el inconveniente de que permite que los socios de control interfieran de manera oportunista en la elección de los consejeros minoritarios a través del sistema proporcional, en el que, en principio, no debieran tener nada que decir. En efecto, si se establece que toda remuneración especial ha de ser autorizada por la Junta -importando acríticamente la práctica americana al entender que, a la postre, la retribución especial es aprobada por los accionistas al consentir el nombramiento del consejero minoritario- se permitiría que el socio mayoritario, por la puerta de atrás, repruebe el complemento remuneratorio, quedando el nombramiento del dominical minoritario a sus expensas, al menos en el terreno retributivo. Visto así, la autorización de la Junta sobre este tipo de retribuciones permitiría el oportunismo del socio de control (porque los socios de control tendrían en su mano la capacidad de frustrar el nombramiento de los dominicales minoritarios o, llegado el caso, revocar su nombramiento) y menoscabaría la capacidad de los socios minoritarios de obtener representación en el consejo.

Por otro lado, no es menos cierto que como en nuestro sistema los consejeros minoritarios no precisan del apoyo del resto de los socios, los demás socios no tendrían nada que decir sobre sus retribuciones, sobre todo, si no se compadece con criterios de maximización del valor social. Esta situación es también insatisfactoria, porque podría dar alas al oportunismo de los minoritarios. Pues bien, a la vista de tales escenarios, la solución más razonable con la razón práctica y respetuosa con la letra de la ley es que la prohibición se restrinja a los casos conflictivos, como vengo propugnando, y pueda la Junta valorar estos casos -pero no aquellos en que no hay riesgo de conflicto- a su conveniencia a efectos de dispensa.

(iii) Más allá de lo expuesto, ¿por qué no es deseable que la Junta decida sobre todos los sistemas remuneratorios especiales, y no solo sobre los conflictivos, aun mediando un informe de los administradores? Ya me he referido antes a las insatisfacciones derivadas del empoderamiento de la Junta cuando hay socios de control. La Junta no está en la mejor posición para valorar si los incentivos retributivos interfieren o no con el objetivo de creación de valor de la sociedad cuando los socios de control -que controlan el poder de voto en Junta- tienen típicamente un interés privado en no levantar un blindaje que les favorece (aunque no beneficie al conjunto de la sociedad). Los informes de los administradores encaminados a justificar la dispensa que ha de ser concedida por la Junta no enmiendan ni salvaguardan este riesgo. Más bien al contrario, la introducción de otro paso procedimental en el engranaje de la autorización de la Junta puede contribuir a difuminar la toma de decisiones. Dos observaciones resultan pertinentes. La primera se refiere al art. 217 LSC: la decisión sobre la oportunidad del

complemento retributivo abonado por un tercero excede de las competencias de la sociedad para decidir sobre una retribución que la sociedad no satisface, de modo que la comisión de retribuciones nada tendría que decir al respecto. La segunda reflexión se refiere al art. 230.2 LSC: no es evidente que el consejo -dominado por ejecutivos y dominicales de control- atienda con independencia, neutralidad y objetividad a la evaluación del diseño del complemento remuneratorio -conflictivo o no- para justificar la dispensa, dado que el socio de control tiene con frecuencia interés, en ocasiones, máximo interés, en obstaculizar la entrada de dominicales disidentes en el consejo, y la denegación de la dispensa allana el camino de sus intereses. Es difícil confiar en que generalmente aquellos administradores ligados al socio de control se abstraerán con energía en independencia de las preferencias de este, y examinarán con exquisita neutralidad la retribución de aquellos cuya entrada o permanencia se quiere entorpecer.

7. Bibliografía

BAINBRIDGE, Stephen, «Can Corporate Directors Take Third Party Pay From Hedge Funds?», (disponible en <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2013/04/can-corporate-directors-take-third-party-pay-from-hedge-funds.html>), última consulta el 21 de mayo de 2022.

BAINBRIDGE, Stephen., *Advanced Corporation Law*, Foundation Press, St. Paul, 2021.

BARONTINI, Roberto, BOZZI, Stefano, «Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies», *Journal of Management and Governance*, vol. 15, 2011, pp. 59-89.

BEBCHUK, Lucian, A., et al., «Dancing with Activists», *Journal of Financial Economics*, vol. 137, 2020, pp. 1-41.

BEBCHUK, Lucian A. et al.: «The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism», *National Bureau of Economic Research*, vol. 115, 2015.

BEBCHUK, Lucian A. «The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value», *Columbia Law Review*, vol. 113, 2013, pp. 1637-1694.

BEBCHUK, Lucian A., HAMDANI, Assaf, «The Elusive Quest for Global Governance Standards», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 157, 2009, pp. 1263-1317.

BEBCHUK, Lucian A., «The Myth of the Shareholder Franchise», *Virginia Law Review*, vol. 93, 2007, pp. 675-732.

BEBCHUK, Lucian, A., FRIED, Jesse M., *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 2004.

BEBCHUK, Lucian et al., «The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further findings and a reply to symposium participants», *Stanford Law Review*, vol. 55, 2002, pp. 887-917.

BEBCHUK, Lucian, A., HAMDANI, Assaf, «Optimal Defaults for Corporate Law Evolution», *Northwestern University Law Review*, vol. 96, 2002, pp. 489-527.

BEBCHUK, Lucian, HART, Oliver, «Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control», *Journal of Financial Economics*, vol. 60, 2001, pp. 3-43.

BEBCHUK, Lucian A., ROE, Mark J., «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance», *Stanford Law Review*, vol. 52, 1999, pp. 127-170.

BERTRAND, Marianne, MULLAINATHAN, Sendhil, «Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences», *Journal of Political Economy*, vol. 111, 2003, pp. 1043-1075.

BRAV, Alon et al.: «Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and Market-based Shareholder Influence», *European Corporate Governance Institute – Working Paper*, vol. 797, 2021.

BRATTON, William W., WACHTER, Michael L., «The Case Against Shareholder Empowerment», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 158, 2010, pp. 653-728.

BURROUGH, Bryan, HELYAR, John, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*, Harper & Row, (New York, USA), 1989.

CAIN, Matthew D. et al., «How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 164, 2016, pp. 649-702.

CARRASCO PERERA, Ángel, «Racionalidad económica y deberes de lealtad de los socios», *Foro de Derecho Mercantil: Revista internacional*, vol. 40, 2013, pp. 127- 150.

COFFEE, John C. Jr., «Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or Bribes?», *CLS Blue Sky Blog*, (disponible en <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/04/29/shareholder-activism-and-ethics-are-shareholder-bonuses-incentives-or-bribes>), última consulta el 21 de mayo de 2022.

COOLS, Sofie., «Shareholder proposals shaking up shareholder say: a critical comparison of the United States and Europe», en AFSHARIPOUR, Afra; GELTER, Martin (eds.), *Comparative Corporate Governance*, Cheltenham, Edwar Elgar, 2021.

CREMERS, K. J. Martijn, LITOV, Lubomir P., SEPE, Simone M., «Staggered Boards and Long-Term Firm Value, revisited», *Journal of Financial Economics*, vol. 126, 2017, pp. 422-444.

COFFEE, John C. and PALIA, Darius, «The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance», *Annals of Corporate Governance*, vol. 1, 2016, pp. 1-94.

COHEN, Alma, WANG, Charles C.Y., ¿«How Do Staggered Boards Affect Shareholder Value? Evidence from a Natural Experiment», *Journal of Financial Economics*, vol. 110, pp. 627-641.

DAVIDOFF SOLOMON, Steven, «Upping the Ante in a Play for a Stronger Board», *New York Times*, (disponible en <http://dealbook.nytimes.com/2013/04/02/upping-the-ante-in-a-play>)

-for-a-stronger-board/? r=1 [<https://perma.cc/BXG7-DTAD>], última consulta el 21 de mayo de 2022.

DAVIES, Paul L., GOWER, Lawrence CB., *Principles of modern Company law*, Sweet & Maxwell, Londres, 2012.

EDMANS, Alex, et al. «Chapter 7 - Executive compensation: A survey of theory and evidence», en HERMALIN, WEISBACH (eds.), *The Handbook of Economics of Corporate Governance*, vol. I, 2017.

FERRI, Fabrizio, MABER, David, A., «Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK», *Review of Finance*, vol. 17, 2013, pp. 527-563.

FRIED, Jesse M., «The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders», *Yale Law Journal*, vol. 124, 2015, pp. 1554-1627.

GARCÍA GARCÍA, Enrique, «Artículo 229. Deber de evitar situaciones de conflicto de interés», en GARCÍA-CRUCES Y SANCHO GARGALLO (dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, t. III, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021.

GIMENO RIBES, Miguel, *Régimen jurídico de los sistemas de retribución de los administradores sociales*, Marcial Pons, Madrid, 2021.

GILSON, Ronald J., GORDON, Jeffrey N., «Board 3.0: What the Private-Equity Governance Model Can Offer Public Companies», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 32, 2020, pp. 43-51.

GILSON, Ronald, J., KRAAKMAN, Reinier, «Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors», *Stanford Law Review*, vol. 43, 1991, pp. 863-906.

GÓMEZ, Juan Pedro, «Remuneración e incentivos de los consejeros ejecutivos en las empresas del Ibex 35 entre 2013 y 2017», *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, 2019.

GUTIÉRREZ URTIAGA, María y SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Determinantes de la remuneración de los consejeros en España», *Boletín Oficial de la CNMV*, Trimestre III, 2020.

GUTIÉRREZ URTIAGA, María y SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Strong shareholders, weak outside investors», *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 18, 2018, pp. 277-309.

HABERSACK, Mathias, GOETTE, Wulf, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, § 113, 5 Auflage, 2019.

HAMDANI, Assaf, YAFEH, Yishay, «Institutional Investors as Minority Shareholders», *Review of Finance*, vol. 17, 2013, pp. 691-725.

HANNIGAN, Brenda, *Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2012.

HIRST, Scott, «Universal Proxies», *Yale Journal on Regulation*, vol. 35, 2018, pp. 437-511.

IACOBUCCI, Edward M., «Special Compensation Arrangements for Dissident Directors in Proxy Contests: A Policy Analysis», *Canadian Business Law Journal*, vol. 55, 2015, pp. 365-388.

JENSEN, Michael, C., MURPHY, Kevin J., «Performance Pay and Top-Management Incentives», *Journal of Political Economy*, vol. 98, 1990, pp. 225-263.

JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., «CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22, 2010, pp. 64-76.

KASTIEL, Kobi, NILI, Yaron, «“Captured Boards”: The Rise of Super Directors and the Case for a Board Suite», *Wisconsin Law Review*, vol. 1, 2017, pp.19-68.

KASTIEL, Kobi, «Executive Compensation in Controlled Companies», *Indiana Law Journal*, vol. 90, 2015, pp. 1131-1175.

KERSHAW, David, *Company law in context: text and materials*, Oxford University Press, Oxford, 2012.

LANGEVOORT, Donald C., «The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms and the Unintended Consequences of Independence and Accountability», *Georgetown Law Journal*, vol. 89, 2000, pp. 797-832.

LASTER, J. Travis, ZEBERKIEWICZ, John M., «The Rights and Duties of Blockholder Directors», *The Business Lawyer*, vol. 70, 2015, pp. 33-60.

LIPTON, Martin et al.: «Do Activist Funds Really Create Long Term Value?», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2014.

LIPTON, Martin et al., «Wachtell Proposes Bylaw to Ward off Threat of Conflicted Directors», *CLS Blue Sky Blog*, (disponible en <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/05/10/wachtell-proposes-bylaw-to-ward-off-threat-of-conflicted-directors> [<https://perma.cc/E57T-FDAH>]), última consulta el 21 de mayo de 2022.

LIPTON, Martin, «Bylaw Protection Against Dissident Director Conflict/Enrichment Schemes», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, disponible en ([https://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/05/.](https://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/05/)), última consulta el 21 de mayo de 2022.

NEUHAUS, Martin, GELLIBEN, George, «Drittvergütungen für Aufsichtsratsmitglieder», *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, vol. 35, 2011, pp. 1361-1365.

NILI, Yaron, «Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria Over Activist Paid Directors», *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 18, 2016, pp. 509-572.

PAZ-ARES, Cándido, «Identidad y diferencia del consejero dominical», *Fundación Registral. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Centro de estudios*, Madrid, 2019.

PAZ-ARES, Cándido, «La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, vol. 1, 2014, pp. 1-53.

PORTELLANO DÍEZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016.

PRESTIDGE, Adam, «Activist Compensation of Board Nominees and the Middle Ground Response», *Hastings Business Law Journal*, vol. 11, 2015, pp. 307-340.

ROE, Mark J., *Missing the Target: Why Stock-Market Short-Termism Is Not the Problem*, Oxford University Press, Oxford, 2022.

ROE, Mark J., «Corporate Short-Termism –in the Boardroom and in the Courtroom», *The Business Lawyer*, vol. 68, 2013, pp. 977-1006.

SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Consejeros dominicales minoritarios y buen gobierno corporativo», *InDret*, vol. 1, 2022, pp.1-85.

SÁEZ LACAVE, María Isabel, «Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas», *InDret*, vol. 1, 2016, pp. 1-59.

SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M., «La prohibición de obtener una ventaja o remuneración de terceros (Artículo 229.1.e) LSC)», *Revista de derecho bancario y bursátil*, vol. 140, 2015, pp. 43-76.

SEMLER, Johannes, «Corporate Governance. Beratung durch Aufsichtsrat Mitglieder», *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, vol. 23, 2007.

SHILL, Gregory H. «The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty», *UCLA Law Review*, vol. 64, 2017, pp. 1246-1300.

VEASEY, E. Norman, DI GUGLIELMO, Christine T., «How Many Masters Can a Director Serve? A Look at the Tensions Facing Constituency Directors», *The Business Lawyer*, vol. 63, 2008, pp. 761-775.

THOMAS, Randall, S., VAN DER ELST, Christoph, «Say on Pay Around the World», *Washington University Law Review*, vol. 92, 2015, pp. 653-731.

WITNEY, Simon, «Corporate opportunities law and the non-executive director», *Journal of corporate law studies*, vol. 16, pp. 145-186.