

## EL INTERÉS SOCIAL COMO PRINCIPIO ORIENTADOR DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Juan Sánchez-Calero Guilarte\*

Publicado en:

El interés social y gobierno corporativo sostenible: deberes de los administradores y deberes de los accionistas  
(dir. Alfonso Martínez Echevarría)  
Cizur Menor 2019  
pp. 39 a 72

ISBN: 978-8413093123

\* Catedrático de Derecho Mercantil  
Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.  
Universidad Complutense.  
Ciudad Universitaria s/n.  
28040 Madrid  
00 34 -913 94 54 93  
[jscalero@der.ucm.es](mailto:jscalero@der.ucm.es)  
<https://www.ucm.es/dep-derecho-mercantil>

*Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense*  
<http://eprints.ucm.es>

## EL INTERÉS SOCIAL COMO PRINCIPIO ORIENTADOR DEL GOBIERNO CORPORATIVO

SUMARIO: I. LA VIGENCIA DEL DEBATE EN TORNO AL INTERÉS SOCIAL. II. LO "SOCIAL": ENTRE LA SOCIEDAD DE CAPITAL Y LA COMUNIDAD. III. LA INTERPRETACIÓN POLÍTICA DEL INTERÉS SOCIAL. IV. EL INTERÉS SOCIAL Y LOS DERECHOS DEL SOCIO EN EL TRLSC. V. EL INTERÉS SOCIAL EN LA PUGNA INTRASOCIETARIA. VI. LA BÚSQUEDA DE ACCIONISTAS A LARGO PLAZO. VII. INTERÉS SOCIAL Y DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES. VIII. EL INTERÉS SOCIAL Y LA GESTIÓN DE LAS GRANDES SOCIEDADES. IX. LA INFLUENCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO SOBRE LA FORMULACIÓN DEL INTERÉS SOCIAL. X. EL INTERÉS SOCIAL EN EL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO 2015 (CBG). XI. EL INTERÉS SOCIAL Y LA DIRECTIVA 2017/828. XII. ALGUNOS PROBLEMAS INHERENTES A LA INCORPORACIÓN NORMATIVA DEL CONCEPTO REVISADO DEL INTERÉS SOCIAL. XIII. BIBLIOGRAFÍA.

Agradezco a los organizadores de este Congreso Internacional, por el Profesor Alfonso Martínez-Echevarría, la invitación a participar en el mismo. Es una reunión que, al margen de su interesante programa, resulta muy oportuna en el marco de la inminente transposición de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas<sup>1</sup>. De acuerdo con el artículo 2 de la Directiva 2017/828, los Estados miembros deberían haberla transpuesto “a más tardar el 10 de junio de 2019”. La Directiva 2017/828 se presenta con una finalidad de actualización de su precedente, pero tiene una especial relevancia para el régimen legal de las sociedades cotizadas puesto que está adentrándose en algunos aspectos novedosos e importantes para su funcionamiento. Relevancia que puede subrayarse sobre la base de dos observaciones acertadas sobre la nueva Directiva<sup>2</sup>. La primera apunta a la paradoja de que los cambios introducidos en relación con los derechos de los accionistas en sociedades cotizadas no impidieron la complicidad de los accionistas en muchas de las negativas manifestaciones que en el orden corporativo y de los mercados de valores afloraron el marco de la crisis financiera. La segunda advierte que la Directiva 2017/828 mantiene la pretensión de que las normas orienten un mejor comportamiento de los accionistas y la adecuada satisfacción del interés social, para lo que habría de adoptarse un nuevo

---

<sup>1</sup>Para una valoración general del contenido de la Directiva y, en especial, de su relación con la Directiva 2007/36/CE, v. QUIJANO, J., *Libro Homenaje Carmen Alonso*, p. 714 y ss.

<sup>2</sup>Siguiendo a QUIJANO, J., ob. cit., p. 716.

enfoque en el que las medidas ya no apuntarán a los accionistas en general, sino a los protagonistas destacados en el ejercicio de los derechos políticos en el seno de las sociedades cotizadas, entre los que se citaban a los inversores institucionales y los gestores de activos<sup>3</sup>.

Toda revisión de relativo alcance del régimen de las grandes sociedades mercantiles conduce de manera previsible a la noción del interés social. Lo hace la Directiva mencionada, al igual que lo vienen haciendo otros materiales previos, cercanos e influyentes, en una aproximación que presumo que propone que analice si –como indica el título de mi intervención– asistimos a la consagración del interés social como principio orientador en el gobierno de aquellas sociedades.

## **I La vigencia del debate en torno al interés social**

Mi intervención gira en torno al significado que el concepto del interés social juega en el momento actual del sistema de gobierno corporativo. Un concepto que sin duda ha ocupado una posición basal en la construcción y aplicación de nuestras leyes societarias y sobre el que, precisamente por ese carácter esencial, se sigue proyectando una amplia y constante atención.

Aunque en mi exposición voy a tratar de cumplir el mandato de abordar el significado actual del interés social en el marco del siempre influyente movimiento a favor de un mejor gobierno de las grandes corporaciones, debo comenzar advirtiéndolo sobre su significado clásico. Desde esa perspectiva, se pretendía que el interés social resultara útil para determinar cuál es ese interés en relación con cada acuerdo o conflicto en el seno de una sociedad de capital y para valorar su compatibilidad con la gestión desempeñada. Estas son las acciones que a la aplicación del interés social confiaban las normas antecedentes de nuestro moderno Derecho de sociedades. No estamos tanto ante un problema nuevo, como ante la actualidad del mismo, esto es, las varias causas de la pervivencia de la influencia del concepto. Como he destacado en distintas ocasiones, en línea con opiniones similares expresadas en otros ordenamientos, muchos de los problemas que debemos lidiar al aplicar las leyes vigentes son los mismos que proponían las normas precedentes desde la mitad del siglo XX. Esa identidad no está reñida con la distinta dimensión de los problemas, que es lo que sucede con el tema del interés social, cuestión sobre la que habré de volver<sup>4</sup>, pero que tiene relación con el hecho incuestionable de que la noción jurídica del interés social es especialmente permeable a consideraciones procedentes de otros ámbitos, donde aflora la propia concepción de la empresa, su finalidad, su financiación o, en fin, su interacción con la sociedad en cuyo seno actúa.

El debate en torno al interés social se ve abonado por algunos perfiles imprecisos de su planteamiento. Una imprecisión que parte de la propia concepción del papel que ese concepto juega en el ordenamiento societario.

---

<sup>3</sup>Medidas que la Directiva 2017/828 formula como deberes que expone y analiza RONCERO, A., *Libro Homenaje Carmen Alonso*, p. 764 y ss.

<sup>4</sup>v. infra 8.

Frente a una vinculación clásica con aspectos centrales como la revisión de los acuerdos de la junta general o el cumplimiento por los administradores de su deber de lealtad, una concepción más amplia pretende trasladar el significado del interés social a la relación entre la sociedad/empresa y los distintos grupos de intereses que se ven afectados por esa actividad. El interés social se acerca a conceptos tales como el fin o propósito de la sociedad y sobre su determinación se proyectan consideraciones<sup>5</sup> y argumentos que exceden con toda claridad los propios de la legislación societaria. De esta manera se explica la vinculación entre ese concepto y los sistemas destinados a impulsar la buena gestión no ya en situaciones de conflicto ocasional, sino de lo que constituye la actividad empresarial ordinaria.

Un segundo factor de imprecisión enlaza con el título de esta intervención, que apunta al impulso que los movimientos en pos del buen gobierno han trasladado a esa visión amplia del interés social. Posteriormente se mencionarán algunos detalles en los que se ha traducido ese impulso<sup>6</sup>, si bien procede subrayar que se trata de una nueva plasmación de la internacionalización de este aspecto del funcionamiento de las grandes sociedades. Es un hecho que sirve para ilustrar la contraposición que afecta al interés social: entre, de un lado, su delimitación por la ley y jurisprudencia nacionales en escenarios precisos y, de otro, su permeabilidad a tendencias plasmadas en regulaciones orientativas gestadas en ámbitos internacionales más o menos influyentes. “Regulaciones” que, por otro lado, son objeto de cambios periódicos, inspirados en la evolución de la coyuntura económica y cuya adopción es una reacción ante casos que presentan una dimensión sistémica.

Formuladas esas advertencias, empieza a atisbarse que, quizás, lo que sucede es más sencillo. Aunque exista una coincidencia en la utilización de un mismo término, su contenido no puede ser el mismo desde el momento en que se utiliza en marcos de definición diversos. El interés social permanece como un concepto propio del Derecho de sociedades, pero también ha sido objeto de “apropiación” por la regulación, entendida en el más amplio sentido, destinada a orientar la actividad de las grandes empresas y su impacto sobre el entorno en que se produce. Conviene por ello reiterar que lo que sigue es un discurso sobre

---

<sup>5</sup>Serán varias las ocasiones en las que me refiera a los materiales que depara la experiencia británica. Ya en estas líneas iniciales y a los solos efectos de ilustrar la plural terminología que confluye sobre una misma cuestión, cabe apuntar que dentro del *UK Corporate Governance Code* (julio 2018) sus primeras líneas se refieren a “*Board leadership and company purpose*”, así como al deber del consejo de administración “*to promote the long-term sustainable success of the company*” junto el de “*establish the company’s purpose, values and strategy*” (dentro de los Principios A. y B.).

A su vez, las disposiciones que complementan sus Principios iniciales se remiten al sugerente artículo 172 de la *Companies Act 2006* y a la necesaria consideración de los intereses de los accionistas y los de “*other key stakeholders*” (*Provision 5*) por parte del consejo. De esta manera, el acercamiento a lo que constituye el interés de la sociedad lo conecta con su fin, éxito, propósito o estrategia. Una variedad de términos que apunta el amplio contenido que en esos documentos cabe vincular con el concepto del interés social.

<sup>6</sup>v. infra 9 y 10.

el Derecho de sociedades y el papel que dentro del mismo debe jugar la definición de lo que constituye el interés social de la sociedades cotizadas.

## II Lo “social”: entre la sociedad de capital y la comunidad

Una vez más, me permitiré utilizar con respecto al interés social la observación *gironiana* sobre el Derecho mercantil: no es sólo algo que es, sino que está siendo. Es necesario que apliquemos ese concepto adaptándolo a las actuales circunstancias de la realidad empresarial, que poco o nada tienen que ver con las que presentaba a lo largo del siglo XX. No es una cuestión que atiende solo al tamaño de algunos grupos empresariales, sino también a la incidencia que su actividad presenta sobre grupos de intereses colectivos e individuales diversos. Una incidencia que varía de manera intensa a raíz de hechos que afectan de manera sustancial a la actividad económica (globalización, digitalización, etc.).

La dimensión de una sociedad es un factor decisivo y relevante, pero no lo es como simple medida de las magnitudes habitualmente utilizadas para afirmar que estamos ante una pequeña, mediana o gran empresa. La influencia que la globalización ha tenido sobre la actividad empresarial ha provocado que las empresas multinacionales adapten su configuración a las exigencias de esa presencia en muy diversos mercados.

La dimensión puede no limitarse a una mera circunstancia de hecho más o menos llamativa sobre la influencia de una determinada empresa y sus productos o servicios, sino terminar por afectar a la propia política legislativa de algunos sectores (como sucede con el *too big to fail* del sector financiero). Mas dejando a un lado el significado básico de esa característica, la mayor dimensión de una empresa se traduce en una configuración integrada en estructuras policorporativas más o menos complejas, que al mismo tiempo hacen igualmente difícil identificar cuál es el interés social. Bastará con apuntar aquí el problema inherente al denominado y debatido *interés de grupo*<sup>7</sup>, como una forma de resolver los conflictos entre los distintos intereses de las sociedades integrantes del mismo, o la necesidad de que esos intereses en conflicto incluyan los de otros sujetos distintos de los accionistas.

Hablamos de empresas que inciden con su actividad en aspectos esenciales de la vida comunitaria, como son la riqueza y el empleo que generan directa o indirectamente, pero que también lo hacen en el medio ambiente o la cultura de los grupos de clientes y proveedores con los que se relacionan. Hasta el punto de que decisiones estrictamente empresariales (societarias) tienen un impacto social que no cabe ignorar y que, desde luego, sus gestores son los primeros que deben evaluar en todo momento.

---

<sup>7</sup>Es un debate clásico que presenta interés renovado al hilo de nuevos materiales prelegislativos (entendida esa calificación en un amplio sentido) y de las sucesivas aportaciones doctrinales. Entre las contribuciones más recientes, v. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., *Libro Homenaje Carmen Alonso*, en especial p. 781 y ss. y la sugerente y completa revisión que aborda PAZ-ARES, C., *¿Derecho común o derecho especial de grupos? Esa es la cuestión*, Cizur Menor (2019), en particular, pág. 33 y ss. y 117 y ss.

La referencia a la actividad *invasiva* sobre los derechos individuales inherente a la actividad de algunas de las principales corporaciones que han hecho del uso masivo de las nuevas tecnologías su ventaja competitiva también puede concretarse con el concepto del interés social. Algunas de esas empresas tienen acceso a informaciones vinculadas con los derechos fundamentales (intimidad, salud, ideología, patrimonio, etc.) de grupos cada vez más amplios de la población en las comunidades donde operan. La gestión de materias tan sensibles reclama una especial ponderación de esos intereses, aunque ello pueda afectar a los intereses directos de la sociedad fundados, por ejemplo, en objetivos financieros que pueden haberse comprometido pensando prioritariamente en los accionistas. Mas la regulación de los objetivos y efectos de la actividad empresarial no compete al Derecho de sociedades. La tutela de los derechos de los clientes se plasma en disposiciones distintas, que van desde la propia tutela constitucional, a la que pretende una protección de los derechos patrimoniales. Similar protección normativa se plasma en cuanto a la consideración de intereses generales o colectivos presentes en aquella actividad.

El interés social nos propone una reflexión permanente en torno al régimen de las sociedades de capital. Propuesta que justifica retomar algunos trabajos dedicados al tema<sup>8</sup> y, en particular y a pesar del escaso tiempo transcurrido, abordar la actualidad de la cuestión, teniendo en cuenta la muy apreciable contribución doctrinal que en los últimos años ha acompañado a la pregunta de cómo debe entenderse el interés social<sup>9</sup>. Al igual que sucedía con el acervo doctrinal que ha motivado el tema desde la aparición de la gran sociedad mercantil en los inicios del siglo XX, en esos trabajos más cercanos siguen aflorando visiones contrapuestas sobre ese concepto, reflejando la divergencia previsible en una cuestión de enorme trascendencia política y que se basa en un concepto legal y preciso, pero del que se propone una lectura que por ahora calificaré como expansiva. Tal calificación responde a dos factores. El primero es el significado del adjetivo social. El segundo, la ya advertida voluntad de aplicar un concepto propio de la legislación societaria más allá de los confines de ésta.

Cuando hablamos del interés social lo referimos a un sujeto y titular que es una sociedad mercantil. Al igual que se califica como una acción "*social*" contra los administradores aquella que persigue, precisa y exclusivamente, la defensa de los intereses de esa sociedad de capital (art. 238 LSC). Pero si ese sujeto actúa en un determinado mercado surge de inmediato el plural significado de este último término, que apunta a dos protagonistas: la concreta sociedad de capital cuya actividad es analizada y la comunidad o sociedad, entendida como la

---

<sup>8</sup>V. SÁNCHEZ-CALERO, J., "El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada", RDM 246 (2002), p. 1653 y ss. y "Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa" en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, (coord. Rodríguez Artigas y otros), vol. 2, Cizur Menor (2006), p. 851 y ss.

<sup>9</sup>Para una exposición reciente sobre la cuestión, con amplias referencias bibliográficas v. MEGÍAS, J. "La creación de valor tolerante", en *Liber amicorum Rodríguez Artigas, Esteban Velasco*, v. II, pp. 555 y ss. También, SÁNZ BAYÓN, "El concepto de interés social en el derecho societario español: las teorías contractualistas e institucionalistas a debate", en *Estudios homenaje al Profesor José María Castán Vázquez*, Madrid (2019), p. 491 y ss.

realidad sociológica o geográfica que se ve afectada por aquella actividad<sup>10</sup>. Ese plural significado de “*lo social*” abona interpretaciones distintas del concepto de interés social en función de sobre cuál de esos sujetos proyectemos esa calificación. El recurso para exponerlo es cercano: si en el orden jurídico-económico contraponemos el interés social frente a la responsabilidad social corporativa (RSC) nos topamos con la utilización de un mismo término en sentidos diversos.

Subyace en esa contraposición un cambio de referencia. El adjetivo social puede conectarse con los actores de la vida societaria: la propia sociedad, sus accionistas –incluyendo dentro de ellos los inversores institucionales y los gestores a los que dedica atención el legislador europeo– y sus administradores. El interés social se refiere a la primera como su titular y actúa como criterio para, por un lado, evaluar la compatibilidad de la actuación de los accionistas en el ejercicio de sus derechos (y de su observancia del deber de fidelidad hacia la sociedad que algunos les atribuyen) y, por otro, el desempeño del cargo por cada uno de los administradores.

Cambia la perspectiva cuando lo social se aleja del estrecho vínculo societario y recomienda tomar en cuenta otros intereses o “grupos de intereses” presentes en la comunidad en la que se mueve una sociedad mercantil de cierta dimensión. Una recomendación que parte de una evidencia, como es la de que la actividad de cualquier empresa se basa en un amplio catálogo de relaciones con intereses diversos<sup>11</sup>. Ese marco de relaciones se quiere determinar por medio de disposiciones que abandonan la cláusula general del interés social que reclama una interpretación (por accionistas y administradores) y una determinación (judicial, en última instancia) que imponen que la gestión de la sociedad se oriente hacia una pluralidad de grupos de intereses. Esta reacción supone trasladar a la regulación societaria una concreta concepción política de lo que integra el interés social, en donde la consideración de la comunidad en la que se actúa y los múltiples intereses o grupos de intereses afectados justifican ese adjetivo. Bastará con recordar el amplio uso que tiene “lo social” en el debate político, pero también en la regulación económica, en la que se habla de una

---

<sup>10</sup>Los materiales ingleses utilizan términos distintos para contraponer a la *company* la *society* en la que la primera se inserta.

<sup>11</sup>Como señala en su introducción el *UK Corporate Governance Code*; p. 1: “*Companies do not exist in isolation*”.

*Economía social*<sup>12</sup> o de *empresas sociales*<sup>13</sup> como contraposición a las empresas que adoptan la forma y principios propios de una sociedad de capital<sup>14</sup>.

La polisemia puede que tenga éxito a la hora de abrir camino a nuevos términos, pero no está exenta del riesgo de confusión que acompaña a los términos elásticos, cuya aceptación responde con frecuencia a que sus usuarios entienden que el nombre o adjetivo ratifica su interpretación (y pretensión), sin advertir que ambas pueden ser distintas en uno u otro sujeto. Es lo que me permito apuntar con respecto a la noción de responsabilidad social corporativa<sup>15</sup>, en la que así como cabe entender que lo social se refiere al sujeto responsable, otros pueden alegar que lo hace al beneficiario de los actos en los que aquella responsabilidad se debe concretar. Se adivina que existirán notables diferencias entre lo que una sociedad entiende que es su actuación responsable y lo que otros entienden que la misma sociedad debe hacer en su favor.

### III La interpretación política del interés social

En las sociedades de capital, la noción del interés social refleja una construcción socio-económica y política. Si el interés social es el valor a preservar, habrá que plantearse cuál es la función de toda empresa. Cuál es el propósito de la compañía en cuanto a la primacía de concretos intereses vinculados con su actividad. Una cuestión que, como ya he advertido, excede en mi opinión el fin de la regulación societaria, pero que no por ello es irrelevante para tal regulación, que ofrece en determinados ordenamientos, una propensión a revisar esa definición de lo que llamamos interés social, pero que se ve reemplazado por conceptos que apuntan en similar dirección.

Partiendo de la terminología de la *Companies Act 2006*, cabe preguntar cómo lograr el éxito de la sociedad (*"The Success of the Company"* que proclama su sección 172 como deber de todo administrador). También en el ámbito

---

<sup>12</sup>Su definición normativa se aborda desde, precisamente, el interés perseguido por las entidades que la integran. Dice el artículo 2 de la Ley 5/2011, de 29 de marzo, de economía social: *"Concepto y denominación. Se denomina economía social al conjunto de actividades económicas y empresariales, que en el ámbito privado llevan a cabo aquellas entidades que, de conformidad con los principios recogidos en el artículo 4, persiguen bien el interés colectivo de sus integrantes, bien el interés general económico o social, o ambos"*.

<sup>13</sup>Las entidades de la economía social son las recogidas en el artículo 5 de la Ley 5/2011. La legislación europea omite el interés económico en la definición de estas entidades.

<sup>14</sup>La formulación básica de la distinción entre una sociedad de capital y una entidad social la enuncia el primero de los *"principios orientadores"* de una entidad de economía social que realiza la postergación del capital como referencia de organización, funcionamiento y decisión: v. artículo 4.a) Ley 5/2011 que enuncia la *"Primacía de las personas y del fin social sobre el capital, que se concreta en gestión autónoma y transparente, democrática y participativa, que lleva a priorizar la toma de decisiones más en función de las personas y sus aportaciones de trabajo y servicios prestados a la entidad o en función del fin social, que en relación a sus aportaciones al capital social"*.

<sup>15</sup>Una noción ciertamente imprecisa por su amplitud. Desde los remotos inicios en su utilización, el concepto de la RSC ha evolucionado hacia los principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas v. infra 24.

británico, la terminología en esta materia se vio afectada por la expresión “*the company’s purpose*” que utiliza la última versión de su *Corporate Governance Code* en sus principios y que ha llevado a interesantes estudios sobre si estamos ante una transformación de aquella legislación del ordenamiento societario y de la práctica empresarial en aquella jurisdicción<sup>16</sup>.

Esa aproximación, como se verá, varía en función de consideraciones de política legislativa que tienen, entre otras influencias, un fundamento político, en sentido estricto. Apuntaré que en los últimos 25 años hemos transitado desde la hegemonía de una visión financiera de la cuestión a otra en la que se reclama la atención hacia criterios más amplios en la delimitación de lo que constituye el interés de una sociedad de capital<sup>17</sup>. Un tránsito que se ha reflejado en el sistema de gobierno corporativo internacional, europeo y español, como luego se expondrá.

El debate entre una y otra visión es histórico y se enuncia tradicionalmente contraponiendo las posiciones contractualista e institucionalista, reformuladas ahora desde planteamientos generados en el ámbito económico. Desde la perspectiva jurídica, ese debate no puede eludir algunas evidencias fundamentales en el funcionamiento y organización de toda empresa que adopte una vestidura societaria. En ésta, la norma convierte al capital en un elemento patrimonial y organizativo que es determinante, de forma que su titularidad y reparto se convierte en fuente originaria de poder. Los accionistas están legitimados para convertir en voluntad social sus posiciones comunes mayoritarias. El interés social se vincula con ese común interés de los accionistas, cuya consecución obliga también a los administradores en las grandes sociedades en las que la abstención o apatía de los accionistas han desplazado hacia el órgano de administración el poder de orientar la voluntad social.

Ese planteamiento de la legislación societaria y su aplicación jurisprudencial han situado la tutela de los accionistas como objetivo prioritario y casi exclusivo en la actividad societaria. La creación de valor se presentaba como una posición coherente con ese planteamiento en tanto que se orientaba a la variada formulación de soluciones patrimoniales de las que se beneficiaban los accionistas.

La primacía de los accionistas se ha cuestionado, sin embargo, por quienes recuerdan la vinculación entre la actuación de una sociedad de capital y otros intereses que merecían ser ponderados. Son intereses igualmente notorios y de considerable alcance social y económico (clientes, empleados, proveedores, medio ambiente, comunidad, etc.). Frente a la exclusiva consideración de los intereses de los accionistas, la propuesta institucional o canalizada a través de la RSC recomendaba (o exigía) la ponderación de esos otros intereses.

Ahora bien, esa propuesta no ignora que, en primer lugar, la tutela de esos otros intereses encuentra un expreso y relevante reconocimiento en un variado

---

<sup>16</sup>V. el amplio estudio de KERSHAW, D./SCHUSTER, E., “The Purposive Transformation of Corporate Law”.

<sup>17</sup>V. SÁNCHEZ-CALERO, J., “Creación de valor”, p. 866 y ss.

elenco de disposiciones legales que obligan a las sociedades en términos imperativos y severos. Asumiendo el cumplimiento de esas normas, lo que plantea el gobierno corporativo es ir más allá e incorporar la consideración de esos intereses en el desempeño de la sociedad, orientando su gestión hacia la atención de todos ellos. De esta manera, el poder de valorar y atender estos otros intereses de *stakeholders* radica en los administradores, titulares del poder de gestión, cuyo desempeño en ese aspecto está sometido al control directo y regular de los accionistas a través de la junta general (art. 164.1 LSC). La segunda evidencia que no puede ignorarse es que la alternativa a la creación de valor y a la primacía del interés común de los accionistas no es una mera acumulación de otros intereses o grupos de intereses. En la invocación de éstos subyace un conflicto de intereses. No solo con el de los accionistas, sino entre los distintos *stakeholders*, toda vez que son múltiples los casos en los que la decisión societaria que favorece a alguno de ellos perjudica a otros.

Lo cierto es que en los años 90 del siglo pasado y con el apoyo de las teorías económicas formuladas en los años precedentes (con especial influencia de la obra de Milton Friedman), se consolidó la estrategia de la creación de valor como orientación hegemónica en los mercados de valores. En la pugna clásica entre *shareholder value* v *stakeholder value*, la primera opción fue objeto de un masivo seguimiento por las sociedades cotizadas que presentaban la creación de ese valor en beneficio exclusivo de los accionistas como el objetivo y resultado de una buena gestión. Los administradores debían actuar con atención prioritaria hacia el interés de los accionistas, asumiendo esa posición que la tutela a cualquier otro interés reducía el valor para el accionista. Ya entonces se formularon algunas críticas hacia ciertas modalidades en tal creación de valor. De manera resumida cabe decir que esas críticas denunciaban operaciones puramente contables y artificiales, en las que primaban los resultados y revalorizaciones a corto plazo y, sobre todo, que la invocación de la defensa de los accionistas enmascaraba, en realidad, el presupuesto de beneficios considerables para los administradores. La creación de valor era la condición previa y necesaria de retribuciones variables llamativas y cuya justificación no se apreciaba con la necesaria claridad. La crisis financiera de 2008 acreditó la endeblez de muchas tácticas, técnicas y operaciones de creación de valor, de las que se decía que habían tenido como principal consecuencia la extracción de rentas por unos pocos en perjuicio de muchos<sup>18</sup>, estando los accionistas entre estos últimos. Resultaba paradójico que una orientación que proclamaba la tutela exclusiva de los accionistas terminara desplazando sus principales efectos a favor de otros.

Las consecuencias más criticables de esa creación de valor no merecían, en mi opinión, la crítica más severa fijándonos en sus beneficiarios últimos, sino en

---

<sup>18</sup>V. la reciente crítica económica que realiza MAZZUCATO, M., *El valor de las cosas*, Barcelona (2019), pp. 227-261, a “la financiación de la economía real” con especial atención a Estados Unidos y Reino Unido.

sus efectos sobre la propia sociedad. La obsesión por esa creación de valor basada en ganancias o plusvalías en el corto plazo y en atención a sus efectos financieros condujo a situaciones disparatadas que la crisis desnudó. Asistimos a la reiterada evidencia de que sociedades que venían presentando un destacado rendimiento financiero pasaban de manera sorpresiva a una situación de colapso. La injusticia de que los beneficios de unos pocos dieran paso a las pérdidas que muchos debían superar y soportar (de forma directa los accionistas e indirecta los contribuyentes), se tradujo en nuevas normas aplicables a los administradores (de forma notable en cuanto a su retribución). Pero esas prácticas alertan de la superación de un límite no menos significativo, cuando la supuesta creación de valor amenazaba la propia continuidad de la sociedad.

Los efectos de la crisis financiera afectaron también a la reputación de las empresas. No es en absoluto, un efecto menor. Más allá de las medidas adoptadas en los mercados financieros, la crisis ha provocado una sucesión de episodios que han revelado prácticas que debían ser corregidas por la lesión derechos de inversores y consumidores que acarrearón. Las propias sociedades, sus gestores y los inversores institucionales asumieron que la recuperación de esa reputación reclamaba medidas generales que acreditaran la revisión de los intereses que debían ser especialmente atendidos, como condición propia para la recuperación de la confianza que toda sociedad reclama.

La reacción política fue temprana en la Unión Europea, como se encarga de recordar la propia Directiva 2017/828, destacando los pasos dados ya en 2012 tendentes a abandonar un modelo de gobierno corporativo que acarreaba la “*asunción excesiva de riesgos a corto plazo por parte de los gestores*” y a promover la necesaria implicación a largo plazo de los inversores en la marcha de la sociedad<sup>19</sup>. Iniciativas que se han ido diseñando de forma paralela a otras medidas afines diseñadas en foros internacionales<sup>20</sup>.

Esa reacción política se ha manifestado de una manera igualmente intensa y hasta fechas recientes en el ámbito estadounidense, donde determinadas iniciativas prelegislativas proponen un capitalismo responsable (*accountable capitalism*)<sup>21</sup>. Más precisas y no menos relevantes son las propuestas que atienden a la compra de acciones por parte de las sociedades cotizadas, que son objeto de crítica como técnica que, de nuevo, habría servido de forma destacada a los intereses de los administradores, aunque se invoque la tutela de los accionistas. La crítica generalizada a esos programas de recompra de acciones se ve abonada por el argumento cuantitativo (los importes utilizados y los porcentajes de capital

---

<sup>19</sup>La Directiva [v. sus considerandos (2) y (3)] remite al Plan de Acción presentado en 2012 por la Comisión.

<sup>20</sup> Ofrece una amplia información al respecto FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La viabilidad de las ‘acciones de lealtad’ en nuestro Derecho de sociedades (‘loyalty shares’), RDBB 152 (2018), p. 9 y ss.

<sup>21</sup>Un paso relevante en esa dirección lo dio la Senadora Elisabeth Warren cuando presentó en agosto 2018 su propuesta de *Accountable Capitalism Act*: una referencia sintética a su contenido puede consultarse en <http://jsanchezcalero.com/la-propuesta-warren-accountable-capitalism-act/>.

afectados), pero presenta una cierta debilidad, puesto que es manifiesto que en no pocos supuestos esos programas parten de la expresa admisión de su licitud, se insertan en la política financiera a medio y largo plazo y aportan opciones en la política de resultados y pago de dividendos<sup>22</sup> comunicada a los accionistas y convalidada por la junta general.

Esa revisión se traduce en un acogimiento más intenso de orientaciones ya conocidas, como expresión del compromiso de la respectiva sociedad con valores de general aceptación. Baste con remitir a la creciente importancia de los programas empresariales que se insertan en la RSC (que el artículo 529 ter.1, a) LSC ha convertido en una “política” que el consejo de toda sociedad cotizada debe aprobar)<sup>23</sup> o que se vinculan con objetivos como los integrados en Global Compact o la enunciación de los ODS<sup>24</sup>, etc. Estas actuaciones no responden sólo a la lógica y loable voluntad empresarial de que se identifique su actividad con la defensa de intereses colectivos o generales en los mercados en los que operan, sino también a la demanda de determinados inversores que condicionan su presencia en el capital de una sociedad precisamente a que ésta se encuentre alineada con la satisfacción de esos intereses.

Constituye un precedente destacable, tan reciente como representativo, la declaración realizada en agosto de 2019 por los integrantes de *Business Roundtable* con el expreso título de *Statement on the Purpose of a Corporation*<sup>25</sup> y que, entre otras muchas valoraciones informativas, ha sido recibida como una superación de la doctrina de la creación de valor y de la “dictadura de los accionistas”. Parece llamativo, ciertamente, que quienes han sido señalados con frecuencia como los grandes beneficiarios de la cultura financiera seguida por las grandes corporaciones, sus consejeros ejecutivos, sean los firmantes de esta nueva declaración en la que se proclama el compromiso a favor de todos los *stakeholders*, citándose en este orden a los clientes, trabajadores, proveedores, comunidades en las que operan las empresas y mencionando, por último, a los accionistas, a quienes se quiere beneficiar con la creación de valor a largo plazo y manteniendo relaciones basadas en la transparencia y en un compromiso efectivo con los accionistas.

El tiempo acreditará en qué medida esta declaración se traduce en resultados concretos, así como el particular beneficio que para cada uno de los

---

<sup>22</sup>Al respecto v. por todos, ARAGÓN TARDÓN, S., *Las operaciones de scrip dividends de las sociedades cotizadas*, Cizur Menor (2018) p. 17 y ss.

<sup>23</sup>AMESTI MENDIZABAL, C., “La responsabilidad social corporativa: una forma de administrar”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital*. Liber Amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco (Juste/Espín, coordinadores), volumen II, Cizur Menor (2017), p. 413 ss.

<sup>24</sup>En 1999 se creó el Pacto Mundial de las Naciones Unidas o *Global Compact*. Sus actuaciones se han basado en 10 principios en materia de derechos humanos, trabajo, medioambiente y anticorrupción. En la Asamblea General de las Naciones Unidas de septiembre de 2015, 193 Estados adoptaron un conjunto de metas específicas para los siguientes 15 años, concretado en los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

<sup>25</sup>Que puede consultarse en <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>.

grupos de interés afectados por la actividad de las sociedades firmantes comporta el cambio de referencia. Un cambio que anuncian los primeros ejecutivos integrados en *Business Roundtable*, pero para el que deberán contar con el respaldo de sus accionistas actuales y futuros inversores, cuya reacción debe ser observada con especial atención, debiendo recordarse, sin embargo, que algunos inversores institucionales fueron pioneros al exigir en esos mercados de valores la adopción de los criterios recogidos en la declaración que comentamos.

La relevancia económica y empresarial de quienes firman esa breve declaración ha justificado el impacto que ésta ha tenido en ámbitos diversos<sup>26</sup>, en Estados Unidos y en Europa y permite adivinar actos y declaraciones similares en otros mercados. Sin duda que es un hecho que va a revitalizar el permanente debate en torno a los fines de una empresa y a los intereses a tutelar y que algunos resumen con el término “capitalismo sostenible”<sup>27</sup>. Conviene, sin embargo, recordar que las empresas y ejecutivos firmantes de esa declaración se mueven en un ámbito normativo y en unos mercados que distan de los nuestros, siendo además la gran mayoría de esas grandes corporaciones sociedades con un capital atomizado en el que se manifiesta con especial claridad el liderazgo de los administradores (y dentro de estos, de los consejeros ejecutivos) en detrimento de la actuación orientadora de los accionistas. Es igualmente obligada una matización atendiendo a algunos episodios que revelan iniciativas accionariales que con seguridad han sido tenidas en cuenta por los gestores. Me refiero a algunas declaraciones de inversores institucionales que criticaban la gestión basada en el corto plazo y en satisfacer los intereses de los accionistas, al igual que la importancia, como condición para la inversión, de la cotización de las acciones de la sociedad en determinados índices<sup>28</sup> que reflejan la “sostenibilidad” de la actividad corporativa o la condición “sostenible” de una concreta sociedad.

La escena es muy distinta en mercados empresariales como el español, en los que se mantiene en numerosas sociedades cotizadas la primacía política de un accionista o grupo de accionistas que ostentan y ejercen el control y que son quienes deciden cuál es el propósito de la sociedad y orientan la gestión de ésta hacia su consecución.

Lo hasta aquí expuesto debiera servir para encauzar el encargo recibido: revisar el rol que al concepto del interés social se atribuye como un criterio que orienta el gobierno de las grandes sociedades. Es probable, sin embargo, que el lector llegue a este punto bajo una cierta confusión ante la reiterada combinación en los apartados previos de materiales que operan en dos ámbitos y cuya

---

<sup>26</sup>Se ha producido una iniciativa liderada por distintas instituciones académicas y entidades inversoras estadounidenses para requerir de cada gran corporación que firmen anualmente una *Statement of Purpose Letter* en el que se identifiquen sus principales *stakeholders* y su vinculación con la estrategia empresarial desplegada. Un ejemplo de esta declaración puede consultarse en <https://www.hermes-investment.com/ukw/wp-content/uploads/2019/08/statement-of-purpose-guidance-document-aug-2019.pdf>

<sup>27</sup>v. Los términos generales de la propuesta que hace STRINE JR., L.E., “Toward fair and sustainable capitalism”, pp. 1-4 a la que siguen medidas particulares que el autor considera coherentes con el modelo que propone.

<sup>28</sup>Por citar los más significativos: Dow Jones Sustainability Index (DJSI) y FTSE4Good.

convivencia aparece como cuestión a abordar. De una parte, tenemos un concepto normativo del interés social, que cabe calificar como estricto en su aplicación, por referirse a los accionistas y al común interés de ellos. De otra, encontramos apuntes de una interpretación amplia de ese concepto y de términos similares que formulan cuál es el *propósito* o el *éxito* de la empresa, que abren camino a una construcción meta jurídica pero que, como refleja la propia Directiva 2017/828 y otros materiales ya citados, va ganando relevancia “regulatoria” a través de tendencias y documentos sobre gobierno corporativo, proclives a acoger otros intereses allí donde hasta ahora imperaba en exclusiva el propio y común de los accionistas. Clarificar esa relación aconseja recordar brevemente los términos principales en los que se plantea el debate en ambos planos: el de la ley societaria y el de la regulación del buen gobierno.

#### **IV El interés social y los derechos del socio en el TRLSC**

La refundición de nuestras leyes societarias en la vigente Ley de sociedades de capital implicó, como era obligado, el acogimiento de las referencias que las primeras dedicaban al interés social y que, en sus formulaciones principales, continuaban lo iniciado en la LSA 1951. En concreto, se incorporaban las menciones del interés social que había acogido la legislación, tanto en la delimitación del ejercicio de sus derechos por los accionistas, como en la del desempeño de su cargo por los administradores. En estas últimas expresiones de la relevancia del concepto afloraba también la influencia del movimiento del gobierno corporativo, especialmente apreciable en las modificaciones más recientes de la LSC (las introducidas por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo).

Dentro de la LSC son distintos los lugares en los que se manifiesta la consideración del interés social como un criterio delimitador del ejercicio de sus derechos por parte de los socios. Sin ánimo exhaustivo, cabe un apunte de distintos lugares donde el concepto que estudiamos incide sobre derechos concretos del socio.

(i) Debe destacarse el contenido del artículo 190 LSC que adopta la excepcional medida que supone privar al accionista de su principal derecho político que es el de votar. Una prohibición que asume como presupuesto una situación de conflicto entre el interés particular del accionista que subyace en el acuerdo a adoptar y el interés de la sociedad. Sabido es que esa prohibición se enuncia de manera expresa en relación con acuerdos con un particular contenido (art. 190.1 LSC). Sin aplicar esa prohibición, la situación de conflicto de intereses también se toma en cuenta en relación con otros asuntos cuando el voto del accionista afectado resultó decisivo para la adopción del acuerdo social. Se acepta por el artículo 190.3 LSC que esa situación de conflicto se traduzca en la impugnación del acuerdo correspondiente, procediendo a una distribución de la carga de la prueba, concluyendo que en determinados acuerdos que sustancialmente afectan a la posición del accionista cuyo voto se cuestiona, “*corresponderá a los que impugnen la acreditación del perjuicio al interés social*”.

(ii) Es dentro del régimen de la impugnación de acuerdos donde el interés social mantiene toda su vigencia clásica como criterio determinante para hacer que un acuerdo pueda ser objeto de la acción de impugnación. El artículo 204.1 LSC no solo ha establecido que son impugnables los acuerdos que “*lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros*”, sino que ha precisado que la lesión del interés social no solo depende de un daño al patrimonio de la sociedad, sino que se produce también ante la imposición abusiva del acuerdo por la mayoría. Supone una reformulación de los principios que en esta materia ya acogió el artículo 115 LSA 1990 a cuyos antecedentes y aplicación se remonta la construcción jurisprudencial del interés social<sup>29</sup>.

(iii) No es menos clara la sumisión al interés de la sociedad que caracteriza el supuesto de exclusión o supresión del derecho de suscripción preferente (v. artículos 504 y 505 que se remiten al art. 308 LSC), de manera que cuando aquél interés “*así lo exija*”, los accionistas se verán legítimamente privados de un derecho relevante en términos económicos y políticos.

(iv) La legislación concursal aporta algún supuesto igualmente interesante donde el interés de la sociedad que subyace en la aprobación de un acuerdo de refinanciación y consiguiente continuidad empresarial condiciona el derecho de voto. El voto contrario al acuerdo de refinanciación puede derivar en consecuencia tan severa como que la responsabilidad concursal termine alcanzando al socio que, sin causa razonable, ejerza su derecho de voto en contra de la refinanciación (v artículos 165.2 y 172 bis LC).

Los ejemplos anteriores nos deparan normas en las que el interés social actúa como presupuesto de prohibiciones o restricciones de derechos accionariales y como criterio de licitud de acuerdos sociales. Tras esos preceptos y la solución que dan a la prevalencia del interés social se adivina uno de los temas que van a ser ampliamente tratados en este Congreso, en buena medida porque la LSC abona el debate sobre el alcance del deber de fidelidad del socio. Un deber que en su formulación encuentra siempre referencias ineludibles en el necesario respeto a los derechos de otros socios y, sobre todo, en la sumisión de los intereses particulares frente al interés social.

## **V El interés social en la pugna intrasocietaria**

El significado del interés social excede su ubicación en concretos preceptos de la LSC. Mantiene el valor de una cláusula general, definición clásica<sup>30</sup>, que reclama una aplicación adaptada a las circunstancias del caso. Estamos ante un concepto que reclama flexibilidad, dado que se proyecta sobre todas las sociedades de capital, sin matices de inspiración tipológica. La formulación normativa del interés social es general, con pretensión de ser válida para todo tipo y dimensión de sociedades de capital. En el caso de la sociedad anónima, o si se prefiere, de las sociedades con una cierta dimensión, la vigencia del interés

---

<sup>29</sup>V. por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general*, p. 373 y ss.

<sup>30</sup>GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid (1952), p. 328.

social constituye un criterio organizativo ante un escenario de plurales intereses contrapuestos<sup>31</sup>.

Mas la formulación general del concepto anticipa las dificultades en su concreción si tenemos en cuenta que la realidad hace más visible el concreto interés de la sociedad, atendiendo a la particular decisión a adoptar (por ejemplo, una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente o la conversión de deuda en capital) o de la estructura del capital social, que aleja el interés de la sociedad de las posiciones particulares de un socio de control o mayoritario. Es la dilución del capital social la que reviste al interés de la sociedad mercantil de una más clara autonomía frente a los intereses propios de cada uno de los socios o grupos de éstos.

En ese marco de debate sobre lo que constituye el interés social, aparece la tensión entre la mayoría y la minoría del capital. A los accionistas encuadrados en una y otra les resulta exigible el respeto hacia el interés social cuando compete la adopción de un acuerdo en concreto. Ambas intentarán atraer hacia su posición el privilegio de estar alineada con el interés social, como presupuesto fáctico para que prospere su posición. Sucede que la mayoría dispone del poder de convertir su posición en el acuerdo social y que a la minoría resta invocar el interés de la sociedad como forma de tutela frente a ese mismo acuerdo<sup>32</sup>. Esa configuración clásica del interés social que se mantiene en nuestra LSC, en especial con respecto a la adopción de acuerdos por la junta general y a los derechos de los socios, contempla aquel concepto como un criterio de formación de la voluntad social y de solución de conflictos en el ámbito interno de la sociedad. El acuerdo de la junta actúa como cauce para el interés social afectado. Quien discrepe de ese alineamiento entre la vigencia de tal interés y lo acordado puede solicitar la revisión jurisdiccional. No en vano la lesión del interés social se mantiene desde los antecedentes más lejanos de la vigente LSC como característica de impugnabilidad<sup>33</sup>.

De esta manera, el interés social se convierte en un criterio de decisión. De él depende la convalidación de determinados acuerdos o la declaración de su

---

<sup>31</sup>La idea ha sido ampliamente desarrollada en la doctrina alemana: v., por todos, RAISER, *Recht der Kapitalgesellschaften* <sup>4</sup>, pp. 126-127: las disposiciones de la AktG tuvieron en cuenta reformas de inspiración política, que trataron de traducir en principios de organización tendentes a reducir al máximo posibles conflictos y a la protección de los accionistas actuales y futuros.

<sup>32</sup>Sigue siendo válida la exposición general del problema que hizo DUQUE DOMINGUEZ, J., *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos (art. 67 LSA)*, Valladolid (1957), p. 56 y ss.

<sup>33</sup>La redacción del artículo 204.1 LSC reproduce la referencia a la lesión del interés social (o de la sociedad) como uno de los presupuestos de la impugnación de un acuerdo de la junta general que acogía el artículo 67, párrafo primero LSA 1951. La explicación de la orientación normativa adoptada entonces mantiene toda su vigencia. Siguiendo a GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario a la Ley de sociedades anónimas* <sup>3</sup>, vol. I, Madrid 1976, pp. 761: la impugnabilidad por la lesión del interés social trata de combatir “esos acuerdos aunque están revestidos de ordinario con ropaje legal, en el fondo entrañan un grave peligro para los demás accionistas. Precisamente es a través de acuerdos de esa índole donde tiene manifestación más clara el abuso y la extralimitación del poder de las mayorías”.

nulidad (art. 204 LSC). Una decisión que implica, primero, definir el interés de la sociedad y con ello, amparar el criterio de unos socios en detrimento del de otros. Esta es la función clásica del interés social en la aplicación jurisprudencial de nuestra legislación relativa a los acuerdos sociales, que, como cláusula general, reclama en cada supuesto una cuidadosa ponderación de las circunstancias concurrentes y, en segundo lugar, una acreditación probatoria destinada, precisamente, a establecer cuál es el concreto interés social.

La doctrina jurisprudencial al respecto es tan conocida como decisiva. El interés de la sociedad es el “*interés común de los socios*”, prevalente en aquellas situaciones en las que entra en conflicto con el interés propio de la mayoría que impone un acuerdo, o con el interés extrasocial del tercero<sup>34</sup>.

Esa concepción del interés común (o el que resulta de la suma de los intereses particulares de sus socios) la ha expresado la doctrina de la Sala Primera normalmente en el debate impugnatorio de acuerdos de la junta general. La formulación de tal doctrina, que enlaza con la construida a lo largo de decenios y con respecto a los antecedentes de las disposiciones vigentes, se puede consultar en la STS de 12 de julio de 2002 (RJ 2002, 8252). Entre las posteriores cabe citar por su interés y claridad la STS de 7 de diciembre de 2011 (RJ 2012, 3521). Esta Sentencia analizaba la impugnación de un acuerdo en materia de aplicación de resultados (destinando íntegramente a reservas unos importantes beneficios y sin autorizar la distribución de dividendos) y se adentraba en la aparente contradicción entre los criterios contractualistas que la jurisprudencia “no deja de tener en consideración” (citando al respecto la STS de 7 de marzo de 2006; RJ 2006, 5700) y el aparente acogimiento de la concepción institucionalista del interés social por parte del artículo 127.bis LSA (precedente del artículo 226 LSC) al decir que el interés social debía ser “entendido como interés de la sociedad”. Apuntaba la misma Sentencia que la Recomendación 7 del Código Unificado de Buen Gobierno de 2006 optaba por la interpretación contractualista.

También procede mencionar la STS de 17 de enero de 2012, (RJ 2012, 4981) en la que el acuerdo impugnado era el del consejo de administración de la sociedad relativo a determinadas decisiones en materia de imagen de la sociedad y propiedad industrial. En este caso se apreció la concurrencia de la lesión del interés social.

## **VI La búsqueda de accionistas a largo plazo**

Existe un cortoplacismo que preocupa igualmente al legislador y que no lo protagoniza la sociedad cotizada, sino sus accionistas más relevantes. El tiempo se analiza en esa perspectiva en relación con la permanencia de los accionistas en el capital social. Una actuación a corto plazo que supone que entre la compra o suscripción de acciones y su desinversión transcurre un plazo breve, siendo el motor principal de esa decisión la evitación de pérdidas mayores o previsibles o la obtención de la máxima ganancia, referidas ambas opciones de

---

<sup>34</sup>V. al respecto la amplia referencia jurisprudencial mencionada por SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general*, p. 375-377.

forma preferente a la evolución bursátil de las acciones. Es un problema clásico, puesto que refleja la apatía o el absentismo tantas veces atribuidos a aquellos accionistas que en su periodo de presencia en el capital atienden únicamente a la cotización y a la rentabilidad de las acciones, desentendiéndose del control de la gestión y del ejercicio de sus derechos políticos. Este problema, conocido y esencial en el régimen de las sociedades cotizadas, ocupa especialmente a la Directiva 2017/828 y obliga a una parada en la relación que cabe establecer entre la fidelidad del socio y el factor temporal. La cuestión que cabe proponer es si cabe entender que una implicación a largo plazo de los accionistas es, en sí misma, una expresión del deber de fidelidad. La respuesta no parece difícil: nada obliga a un socio a retener en su patrimonio durante un plazo determinado la participación en el capital. La existencia de pactos parasociales con ese contenido confirman, precisamente, que nos movemos en un ámbito en el que rige la libertad de disposición del accionista, que éste puede limitar en ejercicio de su autonomía contractual.

En el caso de los accionistas/inversores, la permanencia en el capital social viene siendo ponderada como criterio determinante para diferenciar, con un lenguaje alineado con ciertos prejuicios, entre el inversor especulativo y el que aporta estabilidad. Lenguaje prejuiciado en tanto que ignora que las decisiones de uno y otro inversor responden a objetivos económicos diversos, pues mientras que la inversión a corto plazo aspira a una ganancia (incluida la pérdida evitable) basada en la evolución cercana al alza del valor de la acción adquirida, el inversor a largo plazo suele perseguir idéntico objetivo desde el convencimiento acerca de que la evolución del negocio terminará revalorizando su inversión en capital, al margen de otras rentas que pueda obtener de la sociedad por distintas vías (dividendos, operaciones con la sociedad, remuneraciones, etc.), que variarán en proporción a la influencia que ese inversor alcance en la gestión social.

Poco juego pueden tener los prejuicios allí donde los hechos ponen de manifiesto en qué medida el corto o el “largoplacismo” en la conducta de sociedades y accionistas producen o no los efectos que se les atribuyen. Es significativo el aporte empírico que acompaña al debate doctrinal en Estados Unidos entre detractores y defensores del “*short-termism*” o “*quarterly capitalism*”<sup>35</sup>. Un debate que expone la divergente valoración económica y financiera de los hechos que se producen en ese mercado y que invita a la cautela al asumir ciertos presupuestos al diseñar el marco normativo aplicable a aquellas sociedades.

Aparcando los prejuicios y remitiendo a alguna de las propuestas principales de la Directiva 2017/828 (v. *infra* 11). procede recordar el criterio legislativo que aflora en el régimen aplicable a la política de retribución de los

---

<sup>35</sup>Cabe recomendar el estudio de FRIED, J.M/WANG, C. C. Y., “Short termism and capital flows” *Review of Corporate Finance Studies*, v. 8 nº 1, (2019), pp. 207 y ss., con una amplia referencia bibliográfica y datos relevantes que sirven para cuestionar el fundamento de las principales críticas que merece la actuación a corto plazo, en especial al negar los autores que el volumen de compra de acciones propias y dividendos en el periodo 2007 a 2016 limitara la actividad de las sociedades estudiadas (las incluidas en el índice S & P 500).

administradores, de manera que se exige que contribuya “a la estrategia empresarial y a los intereses y la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad” (art. 9 bis.6 incorporado a la Directiva 2007/36/CE). Es una mención que debe servir para que la consecución de tales objetivos pueda ser ponderada por los accionistas al ejercer su derecho de voto con respecto a la mencionada política de remuneraciones y al informe anual al respecto (v. el nuevo art. 9 ter de la Directiva 2007/36/CE). Los objetivos a largo plazo deben ser asumidos por los accionistas a través de su participación en la junta. Es cuestionable que esas medidas informativas influyan de manera determinante en el voto de una mayoría de accionistas y con ello impliquen un genuino cambio de rumbo que desplace una gestión basada en planteamientos financieros o de creación de valor hacia otros alineados con los que señala la Directiva.

Mayor eficacia cabe atribuir a otras medidas legislativas que se orientan de manera directa a permitir a las sociedades de capital vincular de una manera duradera a los accionistas. Así sucede con la introducción de las llamadas acciones de lealtad o de fidelidad que persiguen convertirse en una genuina recompensa para los inversores estables o permanentes, sustancialmente por medio de un reconocimiento de un derecho privilegiado de voto. Estas medidas enlazan claramente con el intento de corregir el funcionamiento de los mercados de valores presidido por el cortoplacismo, asumiendo que los inconvenientes que pueda plantear la ruptura del principio entre la participación en el capital social y los derechos de voto se vean compensados por la estabilidad que para la gestión de la sociedad y sus resultados acarrea la permanencia duradera en su capital de una serie de accionistas cualificados<sup>36</sup>. Unos accionistas que, de alguna manera, pasarían a ser titulares de un deber de fidelidad que alejaría su participación en el “cortoplacismo” societario.

No es una solución sencilla porque aunque no faltan evidencias de la estabilidad que pueden disfrutar algunas sociedades que han acogido esas acciones de lealtad<sup>37</sup>, su introducción topa con prohibiciones expresas de ruptura de la proporcionalidad entre el valor de la acción y el derecho de voto que comporta y su importancia para el control<sup>38</sup>.

## VII Interés social y deberes de los administradores

En relación con los administradores, el artículo 227.1 LSC mantiene la vinculación entre el interés de la sociedad y el deber de lealtad. Obrar “en el mejor

---

<sup>36</sup>Para un estudio detenido del problema es obligada la lectura de la monografía de FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Barcelona (2017), en particular pp. 75 a 101 y pp. 117 y ss. así como el trabajo de FERNÁNDEZ DEL POZO, L. “la viabilidad de las ‘acciones de lealtad’” RDBB 152, en particular p. 18 y ss. donde analiza con detalle la experiencia comparada.

<sup>37</sup>Apunta algunos ejemplos empíricos BERRUTTI, P., “Loyalty shares will improve long-term stewardship goals”, *Financial Times Fund Management (FTfm)*, 30 septiembre 2019, p. 9.

<sup>38</sup>La bibliografía al respecto es abundante, pero mantiene vigencia el planteamiento de la cuestión realizado por FERRARINI, G., “One share-one vote: A European Rule” ECGI-Law Working Paper, nº 58/2006, pp. 4-6, donde exponía el debate entonces suscitado en el marco de la reforma de la regulación europea en materia de OPAs.

*interés de la sociedad*” es una de las formulaciones básicas de lo que constituye el desempeño leal del cargo.

La referencia al interés de la sociedad nos devuelve a la definición que del *“deber de fidelidad”* ocupó el artículo 127 bis de la LSA como consecuencia de la reforma introducida por medio de la Ley de Transparencia de 2003. Aquella disposición nos decía que el interés social debía ser *“entendido como interés de la sociedad”*. Algunas opiniones criticaban la imprecisión de la fórmula elegida y otros, tras analizar el debate parlamentario, nos limitábamos a considerar que el legislador quiso eludir la proyectada plasmación normativa de la definición jurisprudencial del interés social como el interés común de los accionistas, optando por una simple tautología antes que suprimir el intento normativo de una mayor precisión del concepto. No faltaron, a su vez otras opiniones igualmente relevantes en esta materia que consideraron que al decir que el interés social era ubicado en la titularidad de la sociedad se estaba acogiendo una visión institucional, en la que ya no sólo los intereses de los accionistas eran merecedores de consideración sino también los de otros partícipes activos o pasivos en la actividad desarrollada por la sociedad<sup>39</sup>.

La perspectiva de lo que constituye el interés social se ha visto afectada desde el momento en que su mención ha ido ganando peso en la delimitación de los deberes de los administradores y, en particular, en el desarrollo del significado del deber de lealtad<sup>40</sup>.

La exigencia tradicional de que todo administrador actúe como un representante leal apuntaba a la tutela del interés de la sociedad administrada como criterio básico de desempeño del cargo. La definición actual del deber de lealtad que advierte que éste se cumple por medio de una actuación *“en el mejor interés de la sociedad”* se proyecta en distintas direcciones –a algunas prestan especial atención otros preceptos de la LSC– pero su sentido básico arranca de la obligatoria postergación de cualquier interés particular del administrador con respecto al interés social<sup>41</sup>. En directa relación con ello nos encontramos con que la última de las obligaciones básicas que derivan de dicho deber pasa por la exigencia a todo administrador de evitar situaciones en las que sus intereses entren *“en conflicto con el interés social”* [art. 228 e) LSC].

---

<sup>39</sup>EMBID IRUJO, J. M., *“Discrecionalidad empresarial y responsabilidad social corporativa”*, en *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (Fernández Torres/Arias Varona/Martínez Rosado, coordinadores), Madrid (2018), p. 197 y ss.

<sup>40</sup>ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *“El interés social y los deberes de lealtad de los administradores”* *Anuario de la Facultad de Derecho UAM* n° 20 (2016), en especial p. 227 y ss. La referencia clásica al desempeño del cargo con *“la diligencia de un ordenado comerciante y un representante leal”* que recogía el artículo 79 LSA 1951 se interpretaba como una necesaria atención principal de los intereses de la sociedad administrada, de manera que el deber de lealtad vedaba al administrador la actuación en su propio beneficio, GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario a la Ley de sociedades anónima* <sup>3</sup>, vol. II, p. 161.

<sup>41</sup>RAISER, *Recht der Kapitalgesellschaften* (4 ed.), Múnich (2006), p. 166; SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital* <sup>2</sup>, p. 190 y la jurisprudencia allí citada; PAZ-ARES, C., *“Anatomía del deber de lealtad”*, pp. 101-106.

Lo cierto es que desde el paso que supuso la introducción del artículo 127.bis LSA se hizo explícita la tutela del interés social como esencia del deber de (fidelidad), lealtad de los administradores. Un paso que fomentó el debate del interés social más allá del cauce procedimental propio de la impugnación de los acuerdos sociales (esencialmente los de la junta de accionistas) y lo ubicó en el mucho más visible de la gestión social. Porque al vincular el leal desempeño de los administradores hacia el interés social resultaba predecible que tarde o temprano la delimitación del buen gobierno se aventurara en el desarrollo de ese concepto<sup>42</sup>.

## VIII El interés social y la gestión de las grandes sociedades

Llegados a este punto, se comprenden las dudas sobre la aptitud del interés social como orientación ineludible en la gestión de una gran sociedad atendiendo a las dificultades para su determinación. Esta tarea debe abordarse desde tres referencias vinculadas. La primera apunta a los destinatarios de la tarea de conseguir o promover el interés social, que se encomienda a los administradores (en cualquiera de sus formas de actuación).

(i) No se trata solo de una plasmación de sus deberes legales (singularmente y como ya vimos, del deber de lealtad) en relación con asuntos concretos, sino con una encomienda funcional y permanente. Es decir, una “guía de actuación”<sup>43</sup> que influye sobre todos los aspectos del órgano de administración, comenzando por su misma configuración. Los consejeros deben contar individualmente con características que aseguren su capacidad de comprender cómo debe afrontarse la defensa y promoción del interés social en el marco de la concreta actividad de la sociedad o del grupo del que ésta forma parte. Su cualificación y experiencia individuales contribuirán a ello, al igual que sucederá con medidas de organización del consejo de administración destinadas a, de un lado, adoptar un criterio común en orden a la consecución del interés social y, de otro, a afrontar y resolver eventuales conflictos que puedan aparecer entre el interés social e intereses particulares. A tal efecto, la actuación de los administradores encuentra medidas legales precisas que delimitan su actuación, pero la promoción del interés social es obvio que excede el cumplimiento de tales disposiciones. Debe traducirse en una orientación dinámica, que está presente en la organización del propio órgano de administración y en el desempeño colectivo e individual en el que se traduce la gestión y representación de la sociedad.

(ii) La segunda referencia la depara el hecho de que si no todos, la gran mayoría de las decisiones de gestión se proyectan sobre una pluralidad de

---

<sup>42</sup>Puede resultar expresiva la evolución de nuestros códigos en relación con el tema puesto que así como el Código Olivencia (1996) omitía toda referencia al contenido del interés social, el Código Unificado de Buen Gobierno (2006) se adentró derechamente en el tema (p. 17 y Recomendación 7), iniciando la senda seguida por el actual CBG; v. *infra* 10.

<sup>43</sup>Tomo la expresión de ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “El interés social y los deberes de lealtad de los administradores” *Anuario de la Facultad de Derecho UAM* n° 20 (2016), p. 227 y ss.

intereses afectados por la actividad de la sociedad. Habrá asuntos en los que los *stakeholders* concernidos serán numerosos y, en otros, más limitados, pero los administradores no pueden ignorar su presencia y valorar en cada momento el impacto que sus decisiones tienen o pueden llegar a tener sobre cada uno de esos intereses. La elemental diligencia de todo consejero pasa por conocer el presupuesto que esa pluralidad de intereses implica en toda su actuación.

En la vida societaria, la relación entre los administradores y los accionistas tiene cauces normativos que sitúan a los primeros como responsables (en sentido estricto) de la prioritaria defensa de los segundos, a quienes además, se les concede el poder decisivo de nombrar y destituir a los administradores por medio de la junta general. Mas todo administrador diligente debe conocer los otros grupos de interés que se ven afectados por decisiones de gestión, grupos de intereses que en no pocos aspectos entran en una abierta contradicción en el seno de las sociedades anónimas que acogen grandes empresas. Intereses diversos que, en algunos supuestos, encuentran en el ordenamiento extra societario medidas de tutela que condicionan la discrecionalidad de los administradores.

Aunque la idea reaparecerá necesariamente en los siguientes apartados, conviene abordar ya el reproche que se repite hacia el Derecho de sociedades cuando se critica su ignorancia hacia la tutela de los intereses ajenos a los propios de los accionistas. Un reproche que parte de una inexactitud, pues es manifiesto que en la propia legislación societaria no faltan expresos y precisos reconocimientos hacia los legítimos intereses de otros sujetos distintos de los socios que pueden verse afectados por acuerdos sociales. Los ejemplos más sencillos los ofrece el régimen de responsabilidad de los administradores, cuando reconoce a los acreedores la legitimación directa para la acción individual y la legitimación subsidiaria para la acción *social* (artículos 240 y 241 LSC). Es igualmente significativo el derecho de oposición de los acreedores en caso de modificaciones estructurales (v., entre otros, el art. 44 de la LME).

El reproche se asienta, además, en el error de sostener que una escasa o nula consideración de tales grupos de interés en las normas societarias expresa una falta de tutela hacia los mismos. Es un error porque implica desconocer los límites de la ordenación de un concreto tipo de sociedad mercantil y que a ésta no le corresponde adoptar cuantas medidas tuitivas hacia terceros deben adoptarse al regular la actividad empresarial de esa sociedad<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup>Para reiterar que estamos ante un problema antiguo por ser esencial a la organización de la sociedad anónima cabe citar la exposición de motivos de la LSA 1951 que alertaba de ese problema normativo cuando, con referencia a la reforma que entonces se adoptaba, rechazaba que en su contenido debieran afrontarse los problemas de ordenación jerárquica de los intereses presentes en toda organización empresarial: “La Ley se limita a la reforma mercantil de la sociedad anónima. Ello no implica desconocer que los problemas de tipo social que se agitan en el seno de la empresa reclaman también su propia regulación. Mas el intentar abordarla ahora dentro del marco estricto de la sociedad por acciones, sería tanto como suponer erróneamente que todas las empresas están regidas por sociedades anónimas, y aunque así fuese, sería forzoso distinguir entre la empresa, como organización económica caracterizada por la comunidad de trabajo, y la sociedad mercantil como persona jurídica titular de la empresa. El tema de la jerarquía de los elementos que integran la empresa, o el de participación de los trabajadores

Esa tutela la asumen otras disposiciones legales, algunas del máximo rango, imperatividad y eficacia. Como ya he desarrollado en otros lugares, basta con pensar en la protección que a los acreedores ofrece la legislación contractual o concursal (esta última en escenarios de manifiesta contradicción entre los intereses de accionistas y acreedores en relación con la adopción de ciertas decisiones societarias), la que depara a los consumidores la disciplina que desarrolla y concreta el principio constitucional plasmada en el 51 CE, lo que presta a los trabajadores la legislación laboral y, por supuesto, la estricta regulación que en determinados sectores sirve a la tutela de los intereses generales y a los intereses particulares, colectivos e individuales, vinculados con los primeros. Ni los administradores, ni los accionistas de una sociedad mercantil se mueven al margen de ese ordenamiento que responde a la incidencia que la actividad empresarial concreta tiene sobre los distintos grupos de interés.

Algunos de esos grupos de interés influyen sobre la evolución de la sociedad de una forma decisiva y al margen de la plena adecuación a las normas de las decisiones de gestión que les afectan. La administración de una gran sociedad pasa por la previa e imprescindible consideración del impacto que un acuerdo puede tener sobre esos grupos, por la no menos necesaria y convincente explicación de los motivos de ese acuerdo y, finalmente, por la previsión de las posibles reacciones que en las relaciones bilaterales o dentro de las relaciones de mercado tal acuerdo puede provocar.

(iii) En directa relación con las anteriores, la tercera referencia por la que pasa la determinación del interés social la constituye una ordenación. Se trata de clasificar los distintos intereses que confluyen en la adopción y efectos de esa decisión. Intereses que en no pocos asuntos estarán en abierto conflicto. Es en esa disposición en la que se establece la prioridad o jerarquía de intereses donde el valor jurídico del interés social destaca como factor de evaluación del cumplimiento por los administradores de su cargo. Su desempeño tiene que asumir que en una sociedad de dimensión relativa, la aparición de conflictos no sólo debe dejar de ser analizada como un escenario patológico, sino como el escenario habitual, en el que tal conflicto puede llegar a ser constante o, cuando menos, recurrente y que parte de la legitimidad de todos los intereses enfrentados. Es la resolución del conflicto la acción que reviste a la determinación del interés social de esa cualidad de confirmación de la correcta actuación de los consejeros. Encomendar a éstos la promoción del interés social no supone ignorar o despreciar determinados intereses, sino aplicar una jerarquía para la coincidente vigencia de los mismos.

---

asalariados en el beneficio del empresario, o el de su colaboración en la dirección de la empresa, son problemas que extravasan el contenido propio de una ley de sociedades anónimas, y en tal carácter han sido eliminados de la presente, la cual, como todas sus similares, es compatible con cualquier reforma que en el futuro se intente en el terreno de la política social, de acuerdo con los principios inspiradores de nuestro Movimiento, que están ya recogidos en el Fuero del Trabajo”.

## IX La influencia del gobierno corporativo sobre la formulación del interés social

La revisión del concepto del interés social por el movimiento que promueve un mejor gobierno de las sociedades se proyecta en dos aspectos fundamentales. El primero es la superación de los estrechos cauces normativos en los que aparecía tal concepto. Un hecho que, como se explicó, encontró un manifiesto incentivo en la expresa relación que la norma estableció entre el interés social y el deber de lealtad. Son varios los lugares en los que, dentro de los códigos y recomendaciones en materia de buen gobierno, el interés social aparecía con una marcada inspiración orientadora de la actividad de la sociedad y de la de sus órganos, especialmente de los administradores. Un segundo aspecto en esa formulación supranormativa del interés social es el de su amplitud, puesto que no sólo se señala que constituye un objetivo cuya consecución debe ser promovida, sino que se vincula con conceptos tales como la continuidad, la rentabilidad, la sostenibilidad, el largo plazo o la consideración de otros grupos de interés<sup>45</sup>. El acogimiento de la RSC en los documentos respectivos facilita esa orientación<sup>46</sup>.

Incluso en el ámbito del *soft law* obliga a alguna reflexión la combinación entre orientaciones para una concreta conducta empresarial y la delimitación de tal conducta sobre la base de conceptos cuyo significado permite interpretaciones muy diversas. Es lo que sucede de manera destacada con el concepto de la sostenibilidad presente en los últimos años en la agenda europea tanto en términos generales (documento "Para una Europa sostenible de aquí a 2030")<sup>47</sup>, como con relación a los mercados financieros o incluso a la particular actuación de una empresa. Cabe añadir la exigencia de una información de carácter no financiero<sup>48</sup> que apunta, entre muchos otros aspectos, a la divulgación de datos relativos a la sostenibilidad que permitan identificar los riesgos en esa materia que afronta cada sociedad y atraer a través de esa información la confianza de inversores y consumidores y finalmente, resulta obligado tomar en cuenta el impacto que recientes estudios atribuyen a la sostenibilidad en la gestión de sociedades cotizadas<sup>49</sup>.

---

<sup>45</sup>Para evitar innecesarias repeticiones, con relación a la imprecisión que para el gobierno corporativo implica la imprecisión de los términos utilizados en determinadas soluciones me remito a Sánchez-Calero, J., "Notas sobre la nueva fase", p. 166 y ss.

<sup>46</sup>Al respecto, v. la cuidada reflexión al respecto v. EMBID IRUJO, J. M., "Gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa: del desencuentro a la comunicación", en *Liber amicorum Rodríguez Artigas, Esteban Velasco*, v. II, p. 447 y ss. y, en especial las consideraciones conclusivas en torno a la concurrencia "del Derecho firme y del Derecho blando"; pp. 463-464.

<sup>47</sup>[https://ec.europa.eu/commission/sites/betapolitical/files/rp\\_sustainable\\_europe\\_es\\_v2\\_web.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/betapolitical/files/rp_sustainable_europe_es_v2_web.pdf)

<sup>48</sup>Información requerida por la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, de aplicación a ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 2018 y que traspone la Directiva UE 2014/95.

<sup>49</sup>V. la reciente entrada de Gadinis y Miazad, *Sustainability in Corporate Law*, en la que remiten a un artículo de su autoría que parte del hecho de que un cuarto de las inversiones bursátiles se dirigen hacia sociedades socialmente responsables, lo que animó a los autores a examinar cómo afecta la sostenibilidad al gobierno corporativo. La tesis de los autores es que el

De ahí que pueda advertirse el valor programático que el interés social adquiere en el buen gobierno. El acogimiento legal que ha mantenido a lo largo de los decenios la presencia de ese término en lugares relevantes y contados de la disciplina de las sociedades de capital, en particular con referencia a sus órganos sociales, servía como criterio general orientado a permitir el control del ejercicio de concretos derechos societarios (por ejemplo, el de voto o suscripción preferente) o el de los acuerdos sociales. Mas ese acogimiento no ha deparado una definición de lo que constituye aquél interés que, en consecuencia, ha sido objeto de discusión en cada oportunidad en la que el debate societario o procesal se concentraba en los efectos de un concreto acto sobre el interés de la sociedad, su compatibilidad con el mismo o su ausencia de toda justificación por, precisamente, vulnerar dicho interés.

En el movimiento del buen gobierno, el interés social se ha consolidado y expandido como una referencia orientadora de la actuación de los administradores sociales, a los que se encomienda su promoción a partir de un enunciado de objetivos con un contenido heterogéneo. Antes de pasar a una breve indicación de esa orientación procede reconocer que la flexibilidad de las recomendaciones o del *soft law* permite una descripción menos estricta del significado del interés social, ya no como un criterio decisorio y excepcional ante conflictos singulares de mayor o menor gravedad, sino por medio de una delimitación de dicho concepto, general y dinámica, que enlaza con los aspectos más diversos de la gestión social. Ahora bien, trasladar esa construcción desde el *soft law* a la ley no es sencillo, por cuanto implica insertarla en una estructura normativa que acoge aspectos esenciales de la organización de la sociedad anónima.

Las observaciones precedentes son válidas con respecto a la que cabe calificar como evolución internacional del gobierno societario y como tales se han plasmado en las revisiones de los más influyentes informes y códigos. Apuntan al desarrollo del modelo español, en el que nos topamos con expresiones asentadas de esa utilización del concepto de interés social que se detallan a continuación.

## **X El interés social en el Código de buen gobierno 2015 (CBG)**

Dentro del CGB, una primera y relevante referencia aparece en el Principio 9<sup>50</sup> que, al enunciar las funciones básicas del consejo de administración y de sus integrantes -la administración social y la supervisión de la dirección de la sociedad- señala que deberán ejercerse “*con el propósito común de promover el interés social*”. Otra perspectiva adopta el CBG en los comentarios al Principio

---

auge de la sostenibilidad como criterio de gestión se basa en la reducción de los riesgos para la sociedad. Se puede consultar en <https://ssrn.com/abstract=3441375>.

<sup>50</sup>**Principio 9.** “*El consejo de administración asumirá, colectiva y unitariamente, la responsabilidad directa sobre la administración social y la supervisión de la dirección de la sociedad, con el propósito común de promover el interés social*”.

10<sup>51</sup> que se ocupa de la composición del consejo como un factor que afectará a su capacidad de “*promover efectivamente el interés social*”. Finalidad que reaparece en el Principio 25<sup>52</sup> que, al ocuparse de la remuneración del consejo, destaca su adecuación como una vía para “*promover la consecución del interés social*”.

Las disposiciones señaladas pueden ser calificadas, en coherencia con el título de esta contribución, como manifiestos alegatos a favor de la orientación básica de la labor de los administradores que pasa por materializar o hacer efectivo el interés social. Objetivo que puede traducirse en acciones positivas o, sencillamente, en abstenciones que permiten que la prevalencia del interés de la sociedad no se vea perturbada con la irrupción de otros intereses en conflicto, vinculados con los administradores, accionistas o terceros, que no deben ser acogidos siempre que impliquen una amenaza para el interés social<sup>53</sup>.

Reclama alguna atención el lenguaje empleado por el CBG como expresión de una visión dinámica del interés social. Coinciden los tres Principios citados en la utilización del verbo *promover* referido al interés social, a su efectividad y a su consecución. La inicial acepción de ese verbo dice que se espera del responsable de tal acción que impulse el desarrollo o la realización de algo. Ese lenguaje es coherente con el conjunto del empleado por el CBG y con la señalada conversión del interés social en una regla o principio de actuación al que se debe acomodar el desempeño de sus funciones por el órgano de administración, pero también aspectos básicos de su organización, como pueden ser la particular composición del consejo o la remuneración de los consejeros, aspecto éste último en el que hace especial hincapié la Directiva 2017/828<sup>54</sup>.

El interés social se entiende así como un elemento de presencia constante y cotidiana, que debe responder al fin de la sociedad (su propósito o suceso, por tomar los términos del ámbito anglosajón). Esta interpretación es distinta de la concepción legal del interés social. En ésta, el interés social se utiliza, sobre todo, como un criterio (ciertamente decisivo) para evaluar y, en su caso, corregir concretos actos de los órganos sociales, ya sean acuerdos impugnables (de la junta o del consejo) o ya meros actos de gestión. Aunque el artículo 227 LSC acoge la visión dinámica al decir que el mejor interés de la sociedad es el factor al que ajustar el desempeño leal de todo administrador, el artículo 204 LSC refleja la

---

<sup>51</sup>**Principio 10.** “*El consejo de administración tendrá la dimensión precisa para favorecer su eficaz funcionamiento, la participación de todos los consejeros y la agilidad en la toma de decisiones, y la política de selección de consejeros promoverá la diversidad de conocimientos, experiencias y género en su composición*”.

<sup>52</sup>**Principio 25.** “*La remuneración del consejo de administración será la adecuada para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos, con la intención de promover la consecución del interés social, incorporando los mecanismos precisos para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables*”.

<sup>53</sup>Para una exposición del problema y de su tratamiento normativo en vigor v. VIVES, F., RDBB 137 (2015), p. 7 y ss.

<sup>54</sup>Bastará con remitir a sus considerandos (28), (29), (30) y (33).

visión estática y clásica del interés social, que tiene un determinado acuerdo social como presupuesto de hecho y encomienda al Juez revisar su contenido y sus efectos lesivos para el interés social. Esa formulación normativa presenta el interés social como un criterio que debe determinarse en concreto, en relación con el contenido preciso del acuerdo enjuiciado y sus previsibles efectos. El interés social aparece así como un factor de corrección a posteriori, que limita la autonomía de la voluntad y el poder de la mayoría que impulsaron el acuerdo revisado, que será declarado como nulo por contravenir el límite plasmado en el interés social.

Sin duda es la Recomendación 12<sup>55</sup>, la referencia ineludible en cuanto a la comprensión del interés social dentro del CBG, que no sólo se dice que es el elemento conductor del desempeño del consejo de administración, sino que añade que tal interés deberá ser entendido *“como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa”*.

La mencionada Recomendación ilustra esa tendencia reciente a la incorporación en textos normativos o de buen gobierno de términos tomados del lenguaje económico y empresarial como los que se han transcrito<sup>56</sup>. Una incorporación que pretende cubrir perspectivas contrapuestas, puesto que a la vez que se mantiene el objetivo de la *maximización* habitual en tantas expresiones de la creación de valor, lo precede con fines como la rentabilidad a largo plazo y la sostenibilidad, que aparecen en la Directiva 2017/828 como claves del nuevo modelo normativo. Conceptos y objetivos que merecen una general adhesión, pero cuya consecución no deja de estar plagada de incertidumbres en cuanto a los procedimientos y políticas aplicables, además de las que derivan de la amplitud de contenidos que acompaña a términos como el de la sostenibilidad.

Desde el punto de vista de la construcción del concepto del interés social debemos partir de la literalidad de dicha Recomendación 12 que expresa el entendimiento ampliado del interés social. Una interpretación que también refleja en la literalidad de la Recomendación la voluntad de superar el concepto estricto de aquel interés como el propio y exclusivo de los accionistas (a quienes apunta la maximización del valor empresarial), añadiendo otros intereses vinculados con las nociones de sostenibilidad y rentabilidad a largo plazo. Tal paso dado por el vigente CBG permite compartir la observación de que asistimos a una inicial asunción de lo que se llama *“un modelo de creación de valor compartido”*<sup>57</sup>. Ese modelo, que quiere compatibilizar el interés de los accionistas

---

<sup>55</sup>**Recomendación 12.** *“Que el consejo de administración desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas que se hallen en la misma posición y se guíe por el interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa”*.

<sup>56</sup>V. las referencias que incluye el artículo 217.4 LSC en asunto tan relevante como la remuneración de los administradores (*“El sistema de remuneración establecido deberá estar orientado a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad...”*).

<sup>57</sup>Expone esa orientación MEGÍAS, *“la creación de valor tolerante”*, *Liber amicorum Rodríguez Artigas, Esteban Velasco*, v. II, pp. 579-585.

con el de otros grupos, sigue presentando algunas debilidades y contradicciones a las que se hará posterior referencia.

Es también destacable la relevancia que el respeto del interés social merece en la Recomendación 23<sup>58</sup>. Lo es por un doble motivo. El primero es que ese concepto no se refiere a actuaciones del consejo de administración, sino a la conducta individual de cualquiera de sus integrantes. El segundo motivo es que se determina el comportamiento esperable de todo consejero ante una eventual vulneración del interés social. Cualquier propuesta contraria a este interés obliga al consejero a formular su oposición, de una manera expresa y clara. Valorar el interés social y defenderlo no se agota en una reflexión, sino que reclama una acción. La referencia especial a los consejeros independientes a estos efectos es cuestionable por cuanto parece abonar la concepción de esa clase de consejeros como titulares de deberes específicos, si no en cuanto al contenido, sí en lo relativo a su intensidad, aun cuando a continuación se equipare a aquellos con los demás consejeros no afectados por una situación de conflicto de interés. En todo caso, la potencial lesión del interés social activa un deber de información y oposición por parte de todos los consejeros.

Esa Recomendación nos devuelve a algunos de los materiales que analizamos anteriormente. El concepto amplio del interés social que vimos que acoge la Recomendación 12 antes citada se conecta con el desempeño que se reclama a cada uno de los consejeros en la tutela del interés social, lo que parte de la revisión de esa actuación individual y de su compatibilidad con el deber de lealtad de cada consejero. Deberes que encuentran una referencia ampliada en el marco del CBG y los valores que acoge, que permitirán enjuiciar la lealtad y la diligencia<sup>59</sup> de cada consejero bajo tal perspectiva.

La importancia que el interés social tiene en la actuación individual de cada consejero culmina con la conducta recomendada por el párrafo segundo de la Recomendación 23. El hecho de que se adopten en el consejo sucesivos acuerdos con los que el consejero no hubiere estado de acuerdo por considerarlos lesivos para el interés social llevan a recomendar a éste un acto individual tan rotundo con respecto al propio consejero como es su dimisión, pero destacando que esa decisión personal no debe quedar en el ámbito íntimo del dimisionario y

---

<sup>58</sup>**Recomendación 23.** *“Que todos los consejeros expresen claramente su oposición cuando consideren que alguna propuesta de decisión sometida al consejo de administración puede ser contraria al interés social. Y que otro tanto hagan, de forma especial, los independientes y demás consejeros a quienes no afecte el potencial conflicto de intereses, cuando se trate de decisiones que puedan perjudicar a los accionistas no representados en el consejo de administración.*

*Y que cuando el consejo de administración adopte decisiones significativas o reiteradas sobre las que el consejero hubiera formulado serias reservas, este saque las conclusiones que procedan y, si optara por dimitir, explique las razones en la carta a que se refiere la recomendación siguiente.*

*Esta recomendación alcanza también al secretario del consejo de administración, aunque no tenga la condición de consejero”.*

<sup>59</sup>Es interesante en tal sentido la reflexión que propone EMBID IRUJO, J.M., *Estudios homenaje a Carmen Alonso*, en especial, pp. 208-209.

de la sociedad, sino que debe ser explicado formalmente por medio de la carta que contempla la Recomendación 24<sup>60</sup>.

Por último, la Recomendación 53, c)<sup>61</sup> establece que la supervisión del cumplimiento de las reglas de gobierno corporativo, códigos de conducta y política de RSC se atribuirá a una comisión que tendrá, entre otras, la función de evaluar el sistema de gobierno corporativo de la sociedad *“con el fin de que cumpla su misión de promover el interés social y tenga en cuenta, según corresponda, los legítimos intereses de los restantes grupos de interés”*.

Una lectura conjunta de algunas de las recomendaciones que se han transcrito provoca alguna duda sobre la delimitación del interés social, no ya porque la acumulada pretensión de objetivos simultáneos como la rentabilidad y sostenibilidad puede dar lugar a algún escepticismo, sino porque la referencia al interés social junto a otros grupos de interés parece devolvernos a una posición contractualista.

## XI El interés social y la Directiva 2017/828

La Directiva 2017/828 no se ocupa del interés social, probablemente porque tampoco sea la resolución de ese asunto una materia a abordar en disposiciones europeas orientadas esencialmente a garantizar la libertad de establecimiento y la construcción del mercado interior<sup>62</sup>. Sin embargo, en su construcción se advierte la voluntad de revisar algunos fundamentos en el funcionamiento de las grandes sociedades que de alguna forma están vinculados con una concreta concepción del citado concepto.

La Directiva parte de la insatisfacción por lo existente<sup>63</sup>. La crisis financiera de 2008 se expresa con claridad<sup>64</sup> como una negativa experiencia que obliga a revisar el comportamiento de los principales actores: accionistas, administradores, inversores institucionales, asesores de voto, etc. En esa

---

<sup>60</sup>**Recomendación 24** *“Que cuando, ya sea por dimisión o por otro motivo, un consejero cese en su cargo antes del término de su mandato, explique las razones en una carta que remitirá a todos los miembros del consejo de administración. Y que, sin perjuicio de que dicho cese se comunique como hecho relevante, del motivo del cese se dé cuenta en el informe anual de gobierno corporativo.”*

<sup>61</sup>**Recomendación 53, apartado c).** *“La evaluación periódica de la adecuación del sistema de gobierno corporativo de la sociedad, con el fin de que cumpla su misión de promover el interés social y tenga en cuenta, según corresponda, los legítimos intereses de los restantes grupos de interés”*.

<sup>62</sup>La Directiva 2017/828 cita como primera referencia los artículos 50 y 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

<sup>63</sup>La formulación inicial de esa orientación se remonta –como recuerda el considerando 3 de la Directiva– al Plan de acción que en materia de Derecho de sociedades presentó la Comisión Europea por medio de su Comunicación de 12 de diciembre de 2012.

<sup>64</sup>v. su considerando (2): *“La crisis financiera ha puesto de manifiesto que, en muchos casos, los accionistas han apoyado una asunción excesiva de riesgos a corto plazo por parte de los gestores. Además, existen pruebas claras de que el nivel actual de «seguimiento» de las sociedades en las que se invierte y de implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos a menudo es inadecuado y se centra demasiado en una rentabilidad a corto plazo, lo que puede dar lugar a una gestión y a un rendimiento empresarial que disten de ser óptimos”*.

justificación de la Directiva aflora una voluntad explícita de corregir ciertos comportamientos de los accionistas, a quienes se señala como directos responsables de algunas de las manifestaciones más nocivas de aquella experiencia, consistentes en la *“asunción excesiva de riesgos a corto plazo”* y en atender en exceso a *“una rentabilidad a corto plazo”*.

A los destinatarios finales de las medidas que incorpora, la Directiva les requiere para que abandonen una aproximación estrictamente financiera, especulativa o a corto plazo de su implicación en el capital de una sociedad, dejando a un lado la búsqueda de resultados inmediatos, lo que es tanto como decir que abandonen soluciones financieras orientadas a la creación de valor en interés exclusivo del accionista y que amenazan la propia continuidad de la sociedad. A los inversores se les exige una implicación a largo plazo en las sociedades y esa pretensión debe concretarse en aspectos decisivos del funcionamiento de una sociedad de capital como es, por ejemplo, la remuneración de los administradores que deberá también estar vinculada con ese escenario a largo plazo. Esa implicación se formula introduciendo un nuevo concepto para la evaluación de una sociedad cotizada, cual es el del *rendimiento*.

El cambio de referencia no está exento de dificultades. La plural enunciación de sujetos que deben llevarlo a cabo no puede ignorar que todo parte de la posición y criterio que adoptan los accionistas de una sociedad cotizada en relación con su inversión. Aunque se indique que la *“implicación efectiva y sostenible”* de los accionistas es una de las piedras angulares del cambio que se persigue<sup>65</sup>, la asunción por éstos de la nueva referencia de gestión que se propone es la decisiva.

Reiteremos que el principal mensaje de la Directiva se traduce en la propuesta de un cambio de criterio a los inversores. A éstos se les pide que abandonen la pretensión de recibir ganancias a corto plazo, sea a través de la evolución de la cotización de la acción, sea por medio de dividendos o cualesquiera otras formas de retribución (recompra de acciones, reducciones de capital, etc.) y que pase a guiar su inversión un cambio de perspectiva. No se trata tanto de ver cómo evoluciona la acción, sino de vincular la inversión con sus efectos sobre los distintos grupos de interés afectados por la marcha de la sociedad, que deben ser igualmente ponderados por los accionistas. El ya mencionado considerando (14) resume el fundamento de reclamar la implicación de los accionistas en el gobierno de la sociedad como presupuesto para mejorar el rendimiento financiero y no financiero, que es tanto como decir que además de resultados favorables a los inversores, los accionistas deben atender a resultados que tienen en cuenta *“factores medioambientales, sociales y de gestión”*<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup>v. considerando (14).

<sup>66</sup>Con la voluntad de concretar esos factores, la Directiva menciona los Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas.

La pretensión normativa acierta al asumir que el acogimiento de ese cambio depende únicamente del arbitrio de los inversores. Un arbitrio en el que, con carácter general, sigue imperando la visión a corto plazo que se ve impulsada por elementos diversos. Las propias estructuras de funcionamiento de los mercados de valores permanecen orientadas a una constante valoración societaria en el muy corto plazo. Por precisar el alcance de tales estructuras, procede comenzar por la normativa, que es de la que nacen etiquetas como la del “*capitalismo trimestral*”. La regulación de los mercados ha venido exigiendo a todas las sociedades cotizadas “*obligaciones de información periódica*” que forman parte del estatuto de aquellas y que abonan un “*cortoplacismo*” informativo que proclama principalmente la información periódica y obligatoria sobre hechos significativos y situación financiera y resultados (art. 120 TRLMV). No es extraño que el requerimiento a las sociedades emisoras para que abandonen el corto plazo en sus decisiones de gestión se acompañe de la eventual supresión de esa exigencia de información trimestral. Tiene que existir una coherencia imprescindible en la propia regulación como condición necesaria para trasladar a las sociedades una concreta conducta frente a los mercados.

El marco legislativo prescribe que las estructuras de funcionamiento de los mercados sucumban a la presión de lo inmediato. La conducta de los gestores está condicionada por la certeza de que con la excepción de determinados mercados e inversores en los que se tienen en cuenta otros criterios, el rendimiento financiero se sigue manteniendo como el estándar de una buena o mala gestión. La rentabilidad plasmada en resultados periódicos o anuales o en la cotización bursátil son referencias valorativas que permanecen como imperantes en el ánimo de los inversores, de quienes les asesoran y gestionan y, por supuesto, en la propia información que atiende a la marcha de esas sociedades. De forma que el cambio de criterio de los accionistas debe acompañarse del correspondiente en los demás sujetos que contribuyen a la vigencia de la cultura financiera en los mercados y en las sociedades (accionistas y administradores) presentes en los mismos.

## **XII Algunos problemas inherentes a la incorporación normativa del concepto revisado del interés social**

La tendencia señalada no está exenta de problemas de calado. Sirva como ejemplo lo que sucede en el siempre interesante ordenamiento británico aplicable a las sociedades cotizadas en el que se empieza a ilustrar que la conciliación entre el concepto normativo del interés social y la más amplia definición que del mismo se contiene en las normas de buen gobierno no aleja las dudas en aspectos tan decisivos como el de la responsabilidad de los administradores.

Con la brevedad que reclama completar esta exposición, volvamos a la definición que el artículo 172 de la Companies Act 2006 introdujo de lo que llamó el éxito de la compañía y que estaba vinculado con el beneficio de sus socios en conjunto. Sabido es que ahí no acaba el interés que el administrador de una sociedad debe considerar sino que dicho precepto acoge otros muchos. Por su parte el UK Corporate Governance Code en su revisión actualmente en vigor

(julio 2018, aplicable al ejercicio iniciado a partir del 1 de enero de 2019) recuerda en su introducción que una sociedad cotizada no es un sujeto aislado. Dicho lo cual, desde un primer momento sus Principios se orientan al éxito de la sociedad a largo plazo. Basta con remitir a la lectura de los Principios A, B, D, y E en los que se confía al consejo de administración el establecimiento de “*the company’s purpose, values and strategy*”, con la necesaria consideración de los intereses de los *stakeholders* y con referencia al ya señalado artículo 172 de la Companies Act. Combinar disposiciones normativas imperativas con la regulación que sobre un mismo objeto se recomienda adoptar o, en caso de no hacerlo, explicar la razón de ello, es un objetivo ciertamente difícil. En la experiencia británica hay algunos estudios interesantes sobre la situación<sup>67</sup>, que expresan la disconformidad con la canalización a través de la legislación de la introducción del propósito amplio de la sociedad que acoge dicho precepto. Del artículo 172 se dice que la referencia a los intereses de los *stakeholders* opera antes como una ilusión que como una verdadera herramienta de tutela de tales intereses. Esa tutela se entiende que resultará más efectiva si se plasma en el marco del *soft law*<sup>68</sup>. Que la cuestión dista de ser pacífica lo vemos en quienes sostienen que lo que propone el nuevo modelo británico de gobierno corporativo es la superación de los rígidos cauces legales que hacen que, principalmente por medio de disposiciones imperativas, se supere el marco normativo que da primacía a la creación de valor y al poder de los accionistas<sup>69</sup>.

Desde la perspectiva española los problemas pueden ser similares. Si la orientación en la regulación societaria es imparable a la hora de considerar otros intereses distintos de los accionistas, los administradores de las grandes sociedades pueden plantearse con toda pertinencia si su actuación favorable a esos otros intereses es lícita por cuanto, en mayor o menor medida, se mantienen en el camino que marca el interés social entendido en la forma amplia o dinámica que he descrito a lo largo de estas páginas y que responde a la literalidad de importantes pasajes de nuestro sistema de buen gobierno.

Sin embargo, no veo razones para cambiar la opinión que ya expuse en una ocasión precedente, acerca de la trascendencia que un concepto amplio del interés social puede tener para la responsabilidad de los administradores<sup>70</sup>. De forma sucinta resumiré lo que entonces señalaba en una doble dirección: la consideración de otros intereses en el *soft law* se está traduciendo en una actuación esencialmente voluntaria de las sociedades, de manera que objetivos como la sostenibilidad, RSC u otros cercanos no pueden traducirse en acciones de responsabilidad societaria contra los administradores. Al mismo tiempo, la vigencia de la interpretación contractualista del interés social sigue manteniendo a los accionistas como los titulares del interés común que encuentra en esa misma

---

<sup>67</sup>TSAGAS, G. “Section 172”, p. 12 y ss.

<sup>68</sup>TSAGAS, ob. cit., pp. 16-19.

<sup>69</sup>KERSHAW, D./SCHUSTER, E., “The Purposive Transformation”, p. 13 y ss. y su conclusión sobre que la legislación societaria supone un obstáculo para el enfoque que ha adoptado el *Code*; pp. 49-50.

<sup>70</sup>SÁNCHEZ-CALERO, J. “Creación de valor”, pp. 906-908.

acción de responsabilidad social (art. 238 LSC) su principal instrumento de defensa, al igual que pueden entablar acciones impugnatorias contra acuerdos destinados a favorecer otros intereses ajenos al común de los accionistas<sup>71</sup>.

### XIII Bibliografía

- AMESTI MENDIZABAL, C., “La responsabilidad social corporativa: una forma de administrar”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber Amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco* (Juste/Espín, coordinadores), volumen II, Cizur Menor (2017), p. 413 ss.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “El interés social y los deberes de lealtad de los administradores” *Anuario de la UAM* nº 20 (2016), p. 213 y ss.
- ARAGÓN TARDÓN, S., “Operaciones de scrip dividends de las sociedades cotizadas”, Cizur Menor (2018).
- ARROYO, I., “Reflexiones en torno al interés social”, *RDM* 240 (2001), p. 421 y ss.
- CORTÉS, J., “El interés social y el sistema de gobierno corporativo”, en *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, Madrid (2014), p 157 y ss.
- DUQUE DOMINGUEZ, J., *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos* (art. 67 LSA), Valladolid (1957).
- EMBID IRUJO, J.M., “Discrecionalidad empresarial y responsabilidad social corporativa”, en *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (Fernández Torres/Arias Varona/Martínez Rosado, coordinadores), Madrid (2018), p. 197 y ss.
- “Gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa: del desencuentro a la comunicación”, en *Liber Amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco*, Cizur Menor (2017), v. II, p. 447 y ss.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Gobierno corporativo y seguridad jurídica: una contribución al estudio del mercado global en el ámbito societario”, en *Liber Amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco* Cizur Menor (2017), v. II, p. 465 y ss.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. “La viabilidad de las ‘acciones de lealtad’ en nuestro Derecho de sociedades (‘Loyalty shares’), *RDBB* 152 (2018), p. 9 y ss.
- FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Barcelona (2017).
- FERRARINI, G., “One share-one vote: A European Rule” *ECGI-Law Working Paper*, nº 58/2006.

---

<sup>71</sup>Sobre el tema ha vuelto también MEGÍAS, “la creación de valor tolerante”, pp. 583-585 y p. 588, en especial por la referencia a la incertidumbre que para los administradores implica la promoción del interés de los socios frente a la de intereses de otros grupos.

- FRIED, J.M/WANG, C. C. Y., "Short termism and capital flows" Review of Corporate Finance Studies, v. 8 n° 1, (2019).
- GARNACHO CABANILLAS, L., "Conflictos de interés socio-sociedad: mecanismos de tutela", en *Libro Homenaje a Carmen Alonso*, Cizur Menor (2018), p. 395 y ss.
- GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario a la Ley de sociedades anónimas* <sup>3</sup>, vol. I, Madrid (1976).
- GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid (1952).
- ILLESCAS, R., "La creciente tipificación de las funciones de los administradores de las sociedades anónimas", en *Liber Amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco*, Cizur Menor (2017), 899 y ss.
- KERSHAW, D./SCHUSTER, E., "The purposive transformation of corporate law", disponible en <https://www.ssrn>.
- LEÓN SÁNZ, F., "La reforma del Derecho europeo de sociedades cotizadas", en *Liber Amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco*, Cizur Menor (2017), v. I., p. 137 y ss.
- MAZZUCATO, M., *El valor de las cosas. Quién produce y quién gana en la economía global*, Barcelona (2019)
- MEGÍAS LÓPEZ, J., "La creación de valor tolerante: un modelo de compatibilidad jurídica entre interés social y responsabilidad social corporativa", en *Liber Amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco*, vol. II Cizur Menor (2017), p. 555 y ss.
- NAVARRO LÉRIDA, M.S., "El fomento de la visión a largo plazo en las inversiones: una cuestión de gobierno corporativo", en *Libro Homenaje a Carmen Alonso*, (Madrid 2018), p. 623 y ss.
- PAZ-ARES, C., "Anatomía del deber de lealtad", en AA.VV., *Comentarios a la reforma del régimen de la junta general de accionistas en la reforma del buen gobierno de las sociedades*, Cizur Menor (2014), p. 95.
- ¿Derecho común o derecho especial de grupos? Esa es la cuestión, Cizur Menor (2019).
- QUIJANO GONZÁLEZ, J., "La nueva directiva de 2017 sobre implicación de los accionistas", en *Libro Homenaje a Carmen Alonso*, Cizur Menor (2018), 713 y ss.
- RAISER, *Recht Der Kapitalgesellschaften*, 4ª ed., Munich (2006).
- RECAMÁN GRAÑA, E., "Reflexiones en torno a los deberes de los administradores de sociedades en crisis (con motivo de la propuesta de directiva sobre marcos de reestructuración preventiva)", en *Libro Homenaje a Carmen Alonso*, Cizur Menor (2018), p. 731 y ss.

- RONCERO SÁNCHEZ, A., “La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica”, en *Libro Homenaje a Carmen Alonso*, Cizur Menor (2018), p. 745.
- SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., “Algunos aspectos de la valoración de las relaciones negociales intragrupo”, en *Libro Homenaje a Carmen Alonso*, Cizur Menor (2018), p. 777 y ss.
- SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general de las sociedades de capital*, Cizur Menor (2007).
- *Los administradores en las sociedades de capital*, 2ª ed. Cizur Menor (2007).
- SÁNCHEZ-CALERO, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, *RDM* 246 (2002), p. 1653.
- “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa” en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, (coord. Rodríguez Artigas y otros), vol. 2, Cizur Menor (2006), 851 y ss.
  - “Notas sobre la nueva fase del gobierno corporativo español”, en AA.VV. *Estudios Homenaje Fernández de la Gándara*, p. 157 y ss.
- SÁNZ BAYÓN, P. “El concepto de interés social en el derecho societario español: las teorías contractualistas e institucionalistas a debate”, en *Estudios homenaje al Profesor José María Castán Vázquez*, Madrid (2019), disponible en <https://ssrn.com/abstract=3399125>.
- STRINE JR., L. E. “ Toward fair and sustainable capitalism: a comprehensive proposal to help american workers, restore fair gainsharing between employees and shareholders, and increase american competitiveness by reorienting our corporate governance system toward sustainable long-term growth and encouraging investments in America’s future”, disponible en <https://www.ssrn.com>.
- TSAGAS, G., “Section 172 of the Companies Act 2006: Desperate times call for soft law measures”, disponible en <https://ssrn.com/abstract=2996090>
- VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil”, *RDBB* 137 (2015), p. 7.