



FACULTAD DE DERECHO

**DELIMITACIÓN DEL INTERÉS SOCIAL COMO
ELEMENTO INTEGRADOR DE LOS DEBERES
FIDUCIARIOS EN EL ÓRGANO DE
ADMINISTRACIÓN**

Análisis del *Stakeholder Model* a la luz del ordenamiento jurídico
español

David Eimil Jarabo

5º E3-A

Derecho Mercantil

Tutor: Carlos Paredes Galego

Madrid
Enero 2021

ABREVIATURAS

ART	Artículo
BOE	Boletín Oficial del Estado
BRT	Business Roundtable
CC	Código Civil
CE	Constitución Española
CEO	Chief Executive Officer
CSC	Código das Sociedades Comerciais
DGRN	Dirección General de los Registros y del Notariado
LSC	Ley de Sociedades de Capital

ÍNDICE

Resumen	3
Introducción.....	4
I. Stakeholder Theory: Génesis y Desarrollo	6
1. <i>Shareholder Model</i> : Concepto, Análisis y Desarrollo legal en el Derecho Comparado	6
2. <i>Stakeholder Model</i> : Concepto, Análisis y Desarrollo Legal en el Derecho Comparado	12
3. Argumentos a favor y en contra	19
4. ¿La tercera vía? <i>Enlightened shareholder model</i>	23
II. El Interés Social en el ordenamiento jurídico español	26
1. Teorías doctrinales sobre el concepto de interés social.....	28
1.1. Teoría Contractualista	30
1.2. Teoría Institucionalista.....	32
1.3. Una teoría alternativa, el <i>Purpose Primacy</i> de Colin Mayer	33
III. Deber de lealtad e Interés social.....	36
1. El interés social y los conflictos de interés.....	36
2. La protección de la discreción empresarial como límite de la ejecutividad del deber de lealtad.....	38
IV. Conclusión	41
Bibliografía.....	43

RESUMEN

En este trabajo se va a exponer la problemática del interés social en relación con los deberes fiduciarios de los administradores. Particularmente se analizará el encaje de los nuevos modelos de gestión de empresas, conocidos como *stakeholder model*, en nuestro ordenamiento jurídico.

Para ello, se expondrán inicialmente las características principales de estos modelos de gestión, junto con un análisis del estado de la cuestión en ordenamientos jurídicos de nuestro entorno, poniendo especial énfasis en el Derecho Anglosajón.

Por último, nos centraremos en el ordenamiento español, analizando la naturaleza y el desarrollo legal y jurisprudencial de los modelos propuestos, así como su conexión con el concepto de interés social en relación con la toma en consideración de intereses de terceros relacionados.

El análisis referido nos permitirá obtener unas determinadas conclusiones que se expondrán en último lugar.

Palabras clave: interés social, deberes fiduciarios, deber de lealtad, stakeholder model, shareholder model.

ABSTRACT

In this paper, we will present the issue of corporate interest in relation to the fiduciary duties of its directors. In particular, we will analyze how the new models of business management, known as stakeholder model, fit into our legal system.

To this end, we will initially present the main characteristics and elements of these management models, together with an analysis of the state of the question in other legal systems, with special emphasis on Common Law.

Finally, we will focus on the Spanish legal system, analyzing the nature and the legal and jurisprudential development of the proposed models, as well as their connection with the concept of corporate interest in relation to the consideration of related third party interests. The referred analysis will allow us to obtain certain conclusions that will be commented in the end.

Key words: corporate interest, fiduciary duties, duty of loyalty, stakeholder model, shareholder model.

INTRODUCCIÓN

¿Cuál es el objetivo que las empresas deben perseguir?

La respuesta a esta pregunta es de enorme relevancia. Las empresas dirigen nuestra economía, y particularmente las grandes corporaciones influyen en diversos aspectos de nuestra vida. Por ello, dada la importancia de las empresas en nuestro modo de vida, determinar a qué se deben es una cuestión trascendente.

Tradicionalmente, el concepto de responsabilidad social corporativa -entendida como la pretendida obligación para con la sociedad que tienen las compañías- no ha estado muy vinculado con el campo del Derecho, probablemente por la abstracción del concepto. La falta de un supuesto de hecho delimitado y claro dificulta en gran medida anudar una consecuencia jurídica a la presencia, o ausencia, del mismo. Por este motivo, se había circunscrito el concepto al campo meramente voluntarista, o *ultralege*: mientras la administración social cumpliera las disposiciones normativas habituales en materia de protección de trabajadores, medioambiente, o proveedores, los socios -como titulares de la sociedad- podían recoger estatutariamente las disposiciones relativas a la contribución social de la empresa que consideraran oportunas.

No obstante, el desarrollo de nuestra sociedad, particularmente el auge de la conciencia social en el último cuarto del siglo XX y principios del XXI, que destaca la importancia del bien común y la contribución empresarial al progreso de la sociedad, ha dotado a este concepto de tal relevancia en el tejido empresarial mundial que numerosos ordenamientos jurídicos se han visto obligados a recogerlo en sus correspondientes cuerpos normativos. Actualmente, la sociedad espera por defecto que las grandes empresas aporten al bien común de igual forma que aportan valor a sus accionistas. Hasta tal punto esto es así que la gran mayoría de los Consejos de Administración de las grandes corporaciones han hecho suya esta idea. Buena prueba de ello es la publicación en 2019 por la Business Roundtable -una asociación que agrupa a la mayoría de CEOs de las grandes empresas multinacionales- de un manifiesto en favor de estos ideales.

Ahora bien, esta doctrina cada vez más extendida de hecho, perteneciente a la disciplina de la administración empresarial, requiere necesariamente de un respaldo jurídico suficiente. La corriente tradicional -de nuevo, en la disciplina de la administración empresarial- es frontalmente opuesta a la toma en consideración de los

intereses de terceros por parte de la administración social, actuando el Consejo de Administración exclusivamente en el mejor interés de los accionistas. Esta tradición encuentra su reflejo y sustento legal en la concepción contractualista de la persona jurídica, y con ella del interés social, vigente en multitud de países, entre ellos el nuestro.

Con esta concepción contractualista de la persona jurídica completamente vigente en nuestro país, ¿es posible el encaje de este nuevo modelo de administración empresarial, conocido como *stakeholder model*, en nuestro ordenamiento jurídico societario?

I. *STAKEHOLDER THEORY*: GÉNESIS Y DESARROLLO

Durante la segunda mitad del siglo XX, la doctrina tradicional de administración de empresas, conocida habitualmente como *shareholder model*, ha convivido con una cada vez más relevante teoría alternativa, el *stakeholder model*.

1. *SHAREHOLDER MODEL*: CONCEPTO, ANÁLISIS Y DESARROLLO LEGAL EN EL DERECHO COMPARADO

La doctrina del *shareholder model* se basa en la primacía absoluta de los intereses de los accionistas, los *shareholders*. La administración de la sociedad debe ir dirigida principal y prioritariamente a maximizar el valor de los accionistas, y los intereses conjuntos de estos deben ser tenidos en cuenta en todo momento.

Un momento clave en la adopción generalizada de esta doctrina en España es la publicación del denominado “*Informe Olivencia*”, conocido así por el presidente de la comisión que lo elaboró, D. Manuel Olivencia Ruiz, catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad de Sevilla, fallecido recientemente. En efecto, con ocasión de la presentación del Informe de la Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las grandes sociedades, en el año 1998, se acoge explícitamente la “creación de valor para el accionista” como una de las misiones atribuidas al Consejo de Administración¹.

En este informe se destaca la necesidad de definir los fines objetivos que deben satisfacer los administradores en el ejercicio de sus funciones de cara a fomentar el buen gobierno. La conclusión a la que se llega es que la doctrina del *shareholder value*, también conocida como “solución financiera” es la más adecuada para garantizar la responsabilidad de los administradores, teniendo estos por tanto que defender el interés social concebido en dichos términos. El informe justifica esta decisión de la siguiente manera: “*En primer lugar, porque proporciona al Consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara, que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones; en segundo lugar, porque en mercados competitivos, favorece la formación del capital y la más correcta asignación de recursos; en tercer*

¹ El “Informe Olivencia” fue el primer código de buen gobierno redactado en España, publicado en 1998 por acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de febrero de 1997.

lugar porque acompasa eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa”².

No obstante, el propio Informe matiza este principio compatibilizándolo con otros, como el respeto a las normas, el cumplimiento de las obligaciones directas e indirectas de los contratos -entendidas estas últimas como aquellas derivadas de la buena fe, vid. Art. 1258 CC- y “*la observancia de los deberes éticos inherentes a la responsable conducción de los negocios*”.

El *shareholder model* tuvo durante el siglo XX un gran desarrollo en Estados Unidos. En 1919 fue respaldada jurisprudencialmente en el caso *Dodge v. Ford Motor Co*³. Este caso se construyó entorno a la escueta política de dividendos impuesta por Henry Ford, quien, además de Director de la empresa, era el accionista mayoritario. Ford Motors era, en ese momento, una de las empresas más rentables del mundo, y acumulaba tesorería de forma ingente porque, literalmente, generaba más dinero del que podía invertir. A pesar de ello, Henry Ford se negaba a repartir más del 1% de sus ingresos a través de dividendos. El hecho de que Henry Ford fuera además el socio mayoritario convierte el caso en un supuesto de protección de los derechos de los accionistas minoritarios en sociedades no cotizadas frente al abuso del socio mayoritario⁴.

Ford justificaba su política de dividendos con las siguientes palabras: “*mi ambición es contratar aún más hombres, difundir los beneficios de nuestro sistema industrial al mayor número posible de personas para ayudarles a construir sus vidas y sus hogares*”⁵.

El Tribunal rechazó en su decisión la política de la compañía de acumular tales cantidades de tesorería para otros fines que no estuvieran fundados en el beneficio último de los accionistas, de nuevo en el marco de la protección de los accionistas minoritarios.

² Código de Buen Gobierno, Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, 1998, p. 18

³ Baums, T., y Scott, K. E., “Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany”, *American Journal of Comparative Law*, vol. 53, n. 1, 2005, pp. 31-76. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.473185>

⁴ Marens, R., y Wicks, A., “Getting real: Stakeholder theory, managerial practice, and the general irrelevance of fiduciary duties owed to shareholders.” *Business Ethics Quarterly*, vol 9, n. 2, 1999, pp. 273-293.

⁵ Dodge Bros. v. Ford. 1919, p. 505.

Para el Tribunal, la diferencia entre una utilización humanitaria ocasional de los fondos de la empresa, como sería la construcción de un hospital para su uso por parte de los empleados, y la elaboración de un nuevo objetivo y plan empresarial cuyo fin es beneficiar a la humanidad a expensas de los socios, es clara. No obstante, también defendió la independencia de criterio del Consejo de Administración, rechazando la pretensión de los hermanos Dodge de que los socios pudieran interferir en la planificación empresarial de la sociedad. Si bien reconoce esta discrecionalidad empresarial de los administradores, el Tribunal declara que esta debe ejercerse en los medios utilizados para llegar al fin último de la empresa, el beneficio de los accionistas dueños de la empresa, y nunca en cambiar este fin en sí mismo, ya sea reduciendo voluntariamente los beneficios, o decidiendo no distribuirlos para utilizarlos a otros fines ajenos al beneficio de los propios accionistas.

En conclusión, Ford tenía derecho a planificar la actividad empresarial como considerara oportuno con libertad de criterio sobre los accionistas, como por ejemplo en la determinación del salario y condiciones laborales de sus empleados -que superaban ampliamente la cuantía habitual- pero no debía acumular tales cantidades de caja para fines humanitarios abiertamente ajenos a los intereses de la propia empresa y sus accionistas. En definitiva, lo que Ford pretendía no era otra cosa que primar los intereses de los stakeholders por encima de los shareholders, en un temprano intento de aplicar una suerte de stakeholder model que no fue aceptado por los tribunales, particularmente por el abuso que suponía tal decisión para los socios minoritarios.

Esta doctrina pasaría a conocerse como *business judgement rule*, y sería confirmada a lo largo del siglo XX de forma reiterada. Un ejemplo de ello lo encontramos en el caso *Grobow vs. GM*, en 1998, en el que el Tribunal Supremo de Delaware confirmó la plena capacidad del Consejo de Administración para decidir pagar setecientos millones de dólares a un miembro del consejo, H. Ross Perot, para que este lo abandonara, al entender que su permanencia era perjudicial para la empresa. Basando su decisión en el mejor interés de la empresa, el Consejo logró que el Tribunal negara a los socios la posibilidad de intervenir la decisión. Así, el Tribunal de nuevo confirmó que, quitando determinados supuestos de conflictos de intereses y autocontratación, el Consejo de Administración tiene derecho a actuar libremente en el mayor interés de la sociedad.

En la década de los 70, un fuerte defensor de esta doctrina fue Milton Friedman. En su célebre artículo “*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*”, publicado en el New York Times Magazine en 1970⁶, Friedman rechaza de plano toda posibilidad de adjudicar a las corporaciones una especie de “responsabilidad social”, y reitera que el único deber de los administradores es maximizar el beneficio de los accionistas. En su argumentación, Friedman declara que la doctrina de la responsabilidad social acepta la visión socialista de que los mecanismos políticos, y no el libre mercado, son la forma apropiada de determinar la utilización de los recursos escasos. Además, declara que los directivos y administradores son empleados de los titulares de la sociedad, y como tal deben comportarse de acuerdo con sus deseos e intereses. Desde mi punto de vista, aunque el fundamento y las principales líneas argumentales detrás de Friedman son en gran medida acertadas, esta visión debe ser matizada. Los administradores y directivos no son empleados de los titulares de la empresa. Afirmar tal punto de vista equivaldría a atribuir a los accionistas la propiedad directa de los activos sociales, ignorando la existencia independiente de la persona jurídica, y traspasando el velo que la separa de los accionistas. Como empleados de la sociedad, y no de los accionistas, los administradores deben perseguir el interés social, ya sea este entendido en sentido contractualista o institucionalista, a través de su gestión social y con independencia de criterio (art. 228 LSC).

Pasando al ordenamiento jurídico estadounidense, su derecho societario está, con carácter general, estructurado para asegurar que las sociedades buscan el interés de sus accionistas. No obstante, esta primacía del interés de los accionistas no está recogido expresamente en el derecho estatutario. Su concepción, puramente jurisprudencial y por tanto caracterizado por su flexibilidad y adaptabilidad, se ha visto desarrollada y

⁶ Friedman, M., “The social responsibility of business is to increase its profits”, en Zimmerli W.C., Holzinger M., Richter K. (eds.), *Corporate ethics and corporate governance*, Springer, Berlin, Heidelberg, 2007, pp. 173-178.

modificada con el tiempo. Concretamente, la doctrina⁷ ve en el desarrollo de la *business judgement rule* el contrapeso absoluto al Principio de Propiedad⁸.

Esta doctrina, la *business judgement rule*, establece una presunción del cumplimiento del deber de diligencia⁹ por parte de los administradores, liberando a los tribunales de entrar a valorar la idoneidad de las decisiones empresariales tomadas por los directivos de la sociedad. Incluso en supuestos aparentemente claros, como sería la donación de una considerable cantidad de dinero para combatir los efectos de un terremoto en el extranjero, la *business judgement rule* permite a los tribunales aceptar la idoneidad empresarial de la decisión. La motivación detrás de esta doctrina la encontramos en que los tribunales son una institución legal, no empresarial, lo que convierte una revisión difícil incluso para expertos en la materia como es cuantificar los efectos de cada decisión, en una tarea prácticamente imposible. Siguiendo el ejemplo propuesto, incluso una donación de tales características podría tener un efecto positivo para la sociedad en forma de publicidad, y por tanto de difícil cuantificación. En la práctica, la *business judgement rule* convierte el deber de diligencia en virtualmente inaplicable, pues los tribunales no tendrán en cuenta la principal prueba del incumplimiento de este deber, la calidad de las decisiones empresariales¹⁰.

La *business judgement rule* es especialmente relevante en el marco de una oferta pública de adquisición hostil. El caso *Air Products, Inc. V. Airgas, Inc.*, supuso, en 2011, un hito destacable en este ámbito. En este caso, el Tribunal de Delaware falló a favor del Consejo de Administración de Airgas, que había rechazado, en el contexto de una oferta pública de adquisición hostil, una oferta de adquisición a un precio considerablemente mayor que el precio de cotización del momento, por considerar que era inferior al verdadero valor de la compañía. Como explica el célebre despacho norteamericano Skadden, el tribunal tuvo que seguir el precedente sentado por el Tribunal Supremo de

⁷ Smith, D. G., "The shareholder primacy norm", *The Journal of Corporation Law*, vol. 23, n. 2, 1998, p. 280.

⁸ Ruiz-Tagle, M. Z., y Echeverría, I. A., "Interés Social, Deber de Lealtad de los Directores y Conflictos de Interés en Empresas Multinacionales: Un análisis comparado con la legislación de los Estados Unidos de América", *Revista chilena de Derecho*, vol. 31, 2004, pp. 239-268.

⁹ Clark, R., "Agency costs versus fiduciary duties", en J.W. Pratt y R.J. Zeckhauser (Eds.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press., 1985, pp. 55-79

¹⁰ Cohn, S. R., "Demise of the Director's Duty of Care: Judicial Avoidance of Standards and Sanctions Through the Business Judgment Rule", *Texas Law Review*, vol. 62, n. 4, 1983

Delaware, que establece que un tribunal de justicia no puede sustituir el criterio empresarial del Consejo de Administración¹¹. Por tanto, en este caso vemos como una decisión que a priori no maximiza el valor de los accionistas es aceptada por los tribunales en virtud de la discrecionalidad empresarial.

En cambio, en el marco de venta no hostil, destacamos la doctrina Revlon, originada en el caso *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, del Tribunal Supremo de Delaware. En este caso, Ronald Perelman, un conocido inversor estadounidense, inició un proceso hostil de adquisición, frente al cual Revlon se defendió utilizando diversos métodos, entre ellos comenzando un proceso de recompra de acciones, emitiendo bonos a cambio de ellas. A pesar de ello, y tras los crecientes esfuerzos de Perelman, Revlon se vio obligada a entrar en conversaciones con el fondo Forstmann Little en el marco de un *Management Buy Out*. Tras un proceso de escalada de ofertas por parte de ambos, la operación se judicializó. El Tribunal Supremo de Delaware aprobó las tácticas defensivas iniciales por parte de Revlon, en tanto que llevaron a Perelman a elevar su oferta, beneficiando a sus accionistas. No obstante, en el momento en que Revlon autorizó el comienzo de negociaciones para vender la empresa al fondo Forstmann Little, estaba en efecto reconociendo que la empresa se encontraba a la venta. A partir de ese momento, el rol de los administradores dejó de ser de defensores de la sociedad frente al intento de adquisición por parte de un tercero, y pasó a ser el de “subastadores”, encargados con conseguir el mejor precio para los accionistas, no debiendo dar tratamiento preferente a una oferta sobre otra por razones personales o subjetivas. En definitiva, la doctrina Revlon determina que una vez puesta en venta la sociedad, el objetivo del Consejo debe ser exclusivamente conseguir la mejor oferta razonablemente posible para los accionistas¹².

Continuando con el análisis de la *business judgement rule*, en el caso del Estado de Delaware, donde el 67.8% de las sociedades pertenecientes al *Fortune 500*¹³ tienen su

¹¹ Skadden, “Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.”, Skadden Newsletter, n. 16 Febrero, 2011. (disponible en http://www.skadden.com/newsletters/Air_Products_Chemicals_Inc_v_Airgas_Inc.pdf; última consulta 26/10/2020)

¹² Cox, J. D., y Thomas, S R., "Delaware's Retreat: Exploring Developing Fissures and Tectonic Shifts in Delaware Corporate Law." *Del. J. Corp. L.*, vol. 42, 2017, pp. 323-389.

¹³ La lista Fortune 500 es publicada por la revista Forbes anualmente, incluye las 500 mayores empresas cotizadas estadounidenses según el criterio de volumen de ventas.

sede social¹⁴, y que es considerado generalmente como el Estado con el ordenamiento más favorable a los intereses de los accionistas, no hay ninguna norma que recoja expresamente el deber de los administradores de tener en cuenta de forma exclusiva el interés de los accionistas en sus decisiones generales, fuera de las situaciones concretas ya analizadas.

En Europa destacamos el ordenamiento francés, claramente contractualista. En este País, el deber de lealtad es de construcción jurisprudencial. La doctrina sitúa el reconocimiento explícito del deber de lealtad en 1996, con la sentencia de la Sala Comercial de la *Cour de Cassation* de 27 de febrero de 1996¹⁵, seguida de la sentencia de la Sala Comercial de la *Cour de Cassation* de 24 de febrero de 1998.

La regulación francesa no presenta novedades fundamentales en materia de gobierno corporativo. Se centra en un modelo contractualista de la sociedad, donde los intereses de los accionistas priman sobre los de cualquier tercero, aunque esta visión no está exenta de críticas.

Este modelo contractualista se refleja en el plano del buen gobierno corporativo. En el actual código de buen gobierno francés, actualizado en 2020, se recoge como obligación de los administradores sociales el deber de actuar siempre en interés de la empresa (nº 20), sin mencionar intereses de terceros.

2. *STAKEHOLDER MODEL*: CONCEPTO, ANÁLISIS Y DESARROLLO LEGAL EN EL DERECHO COMPARADO

La teoría del *stakeholder* model defiende que la sociedad tiene grupos de interés que se benefician o son perjudicados por la actividad de la empresa. Esta teoría no pretende que la gestión no atienda al interés social -hecho indiscutible- sino que además, se ponderen los intereses de otros grupos. Dentro de estos grupos de interés, Freeman y Reed¹⁶ distinguen dos categorías, que podemos definir como *stakeholders* en sentido estricto y *stakeholders* en sentido amplio. Los primeros incluyen cualquier grupo del que

¹⁴ Según datos publicados por Delaware Division of Corporations en su report anual, 2019.

¹⁵ Schmidt, D., *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Joly, 1999

¹⁶ Freeman, R. E., and Reed, D. L., "Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance." *California management review*, vol. 25, n. 3, 1983, pp. 88-106.

la sociedad mercantil dependa para su supervivencia a largo plazo, como empleados, clientes, proveedores relevantes, gobiernos, accionistas, y similares. Los segundos, por su parte, incluyen cualquier grupo identificable que afecte o se vea afectado por la organización, como *lobbies*, competidores, sindicatos, etc.

Esta distinción se hace relevante a la hora de analizar los distintos intereses y pretensiones legales de cada grupo, toda vez que la administración de la sociedad habrá necesariamente de discriminar los intereses de *stakeholders* en sentido estricto, como los empleados de la empresa, y los intereses de *stakeholders* en sentido amplio como sus competidores.

A continuación, pasamos a hacer un breve análisis de los principales *stakeholders* presentes de forma habitual en una corporación de gran tamaño, basándonos en la exhaustiva descripción realizada por Freeman¹⁷:

Primero, los accionistas de la sociedad. Su interés en la sociedad surge de la titularidad de las acciones que la componen, y se basa en la expectativa de una rentabilidad financiera. Su dependencia de la sociedad varía, pudiendo ser mínima, como es el caso de una persona que invierte una pequeña parte de su patrimonio en el mercado de valores, o de gran importancia, como la persona que constituye una sociedad unipersonal utilizando para ello gran parte de su patrimonio. En muchos casos, los accionistas confiarán en la rentabilidad obtenida mediante la titularidad de las acciones para su sustento económico una vez abandonen el mercado laboral.

Segundo, los empleados de la sociedad. En este caso, la inmensa mayoría de los empleados dependerán de la sociedad para mantenerse. Los empleados deberán cumplir las instrucciones de sus superiores y actuar con lealtad y buena fe en su relación con la empresa, y a cambio, la sociedad les proporcionará sustento en la forma de salario y diversos beneficios sociales, como planes de pensiones. Habida cuenta de la posibilidad de actuación de mala fe por parte de los empleados, perjudicando a la empresa, la confianza entre ambas partes se presenta esencial tanto para uno como para el otro.

¹⁷ Freeman, R. E., "A stakeholder theory of the modern corporation", *Perspectives in Business Ethics* Sie, vol. 3, n. 144, 2001, pp.38-48.

Tercero, los proveedores. Los proveedores son habitualmente esenciales para el éxito de la sociedad. Se trata en este caso de una relación de codependencia similar a la de empleado-sociedad, siendo ambos necesarios para su supervivencia mutua. No obstante, la dinámica de la relación concreta dependerá de una serie de factores, como el número de proveedores de la sociedad o el nivel tecnológico de los productos.

Cuarto, los clientes. Los clientes son la base para la supervivencia de la sociedad. Proveen a la empresa de ingresos para seguir realizando su actividad, y a cambio reciben el producto que esta genera. El cliente ha sido tradicionalmente el *stakeholder* más relevante para la sociedad. Su gestión en torno a las necesidades de los clientes es una práctica habitual en todas las industrias.

Quinto, la comunidad local. La comunidad local en la que se desenvuelve la empresa se beneficia a través de los impuestos pagados por ella, así como por los servicios que presta, ya sea a través del desarrollo de su objeto social, o a través de su política de Responsabilidad Social Corporativa. A cambio, la comunidad espera que la sociedad respete las normas de convivencia, evitando perjudicar a sus miembros a través de contaminación, el vertido de productos tóxicos, etc.

Por último, la administración de la sociedad, que será el eje central de este trabajo. La administración social se encuentra en un punto especialmente complejo. Por un lado, es un *stakeholder* de la sociedad de forma similar a los empleados. Por otro, es la encargada de salvaguardar y fomentar los intereses de la propia sociedad, habitualmente enfrentados con los intereses de los demás *stakeholders*.

En Estados Unidos, el *stakeholder model* se fundamenta en la corriente doctrinal del Principio de la Entidad societaria, según la cual la sociedad es una institución subordinada al interés común de diversos *stakeholders* entre los que se encuentran, en situación de igualdad, los accionistas. Frente a la defensa de Milton Friedman del *shareholder model*, destacamos la posición contraria de la *Business Roundtable*. Esta organización sin ánimo de lucro, que tiene como miembros actuales los directores ejecutivos de más de un centenar de importantísimas empresas norteamericanas (Amazon, Apple, Microsoft, Boeing, Bank of America, entre otras), publicó en 1981

“*Statement on Corporate Responsibility*”, abrazando la doctrina de los *stakeholders*¹⁸. No sería hasta 1997, con la publicación del “*Statement on Corporate Governance*”, que esta relevante asociación abandonó esta corriente y declaró de forma contundente, tan pronto como en la primera línea del informe, lo siguiente: “*The Business Roundtable wishes to emphasize that the principal objective of a business enterprise is to generate economic returns to its owners*”¹⁹. Finalmente, tras veintidós años de primacía del interés de los accionistas, en 2019 la asociación volvió a abrazar de forma inesperada el stakeholder model con la controvertida publicación del “*Statement on the Purpose of a Corporation*”, firmado por nada menos que 181 CEOs que, conjuntamente, dirigen empresas valoradas en más de 18 trillones de dólares. Aunque anunciado por distintos medios de comunicación como “*un gran cambio de mentalidad*” (Financial Times²⁰), “*un terremoto*” (NBC News ²¹) o incluso “*un momento revolucionario en los negocios*” (Forbes²²), Lucian A. Bebchuk y Roberto Tallarita²³, en una reciente publicación, concluyen que este *statement* no es más que un cambio retórico, dirigido más a mejorar la opinión pública que a realizar cambios reales en la administración de empresas. En definitiva, concluyen, el *statement* no parece que haya provocado un cambio en la concepción que la BRT ha tenido del objetivo empresarial desde su publicación de 1997. Este vaivén no es más que una muestra del desarrollo doctrinal de la cuestión, aunque más centrado en el ámbito económico, que se ha vivido en Estados Unidos desde la década de 1970.

¹⁸ Business Roundtable, *Statement on Corporate Responsibility*, Business Roundtable, 1981.

¹⁹ Business Roundtable, *Statement on Corporate Governance*, Business Roundtable, 1997, p. 1.

²⁰ Editorial Board, “Business Must Act on a New Corporate Purpose”, *Financial Times*, 19 de Agosto de 2019 (disponible en <https://www.ft.com/content/3732eb04-c28a-11e9-a8e9-296ca66511c9>; última consulta 03/03/2021)

²¹ Susman, S., “You’re Going to Need a Cleanse: How Pfizer’s Sally Susman Was Criticized for Choosing a Corporate Career”, *NBC News*, 15 de Agosto de 2019 (disponible en <https://www.nbcnews.com/your-value/feature/you-re-going-need-cleanse-howpfizer-s-sally-susman-ncna1045551>; última consulta 03/03/2021)

²² Aziz, A., “The Power of Purpose: How Conscious Capitalism Is Helping Shape the New Paradigm For Business”, *Forbes*, 5 de septiembre de 2019 (disponible en <https://www.forbes.com/sites/afdhelaziz/2019/09/05/the-power-of-purpose-how-conscious-capitalism-is-helping-shape-the-new-paradigm-for-business/#3560595679eb>; última consulta 03/03/2021)

²³ Bebchuk, L. A., y Tallarita, R., “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, *Cornell Law Review*, vol. 106, 2020, pp. 91-178

A partir de la década de los noventa, numerosos Estados aprueban los conocidos como *Constituency Statutes*. Estas normas, pensadas originalmente para dar a los administradores un medio adicional de defensa contra las adquisiciones hostiles, han permitido a los administradores tener en cuenta los intereses de la sociedad “en su conjunto” a la hora de tomar decisiones, abriendo una vía a la asunción de los intereses de terceros en el gobierno corporativo. En efecto, más de la mitad de los Estados habían adoptado ya en 2005 normas que permiten a los consejeros tener en cuenta los intereses de otros grupos, habitualmente empleados y consumidores, así como las comunidades locales en las que desarrollan sus actividades²⁴. Según Brian S. Cohen, se podría decir que la aprobación de estas normas en sus respectivos Estados ha provocado que este modelo de administración se convierta en ampliamente aceptado entre las grandes corporaciones²⁵. Otros autores van más allá, declarando que estas normas, aunque van en la dirección correcta, son de aplicación demasiado limitada. Primero, porque únicamente recogen como stakeholders a los empleados, los clientes, los proveedores y la comunidad local, no recogiendo por tanto la Comunidad Internacional, el medioambiente, o los Derechos Humanos en sentido amplio. Cualquier decisión basada en estos últimos términos, por tanto, quedaría fuera de la protección otorgada por los Estatutos y sería arriesgada para los consejeros²⁶. Segundo, porque para garantizar que sus intereses sean tomados en cuenta, estos grupos deberían contar con representación en el Consejo de Administración de la sociedad²⁷.

Una notable excepción donde no se ha aprobado tal norma es el Estado de Delaware.

Por su parte, *The American Law Institute* publicó en 1994 los “Principios de Gobierno Corporativo”, un documento consensuado que ha sido citado y utilizado frecuentemente por los tribunales estadounidenses. Destacamos a continuación su sección

²⁴ Santonja, A. O., y Borges, A. M., *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*, Marcial Pons, Barcelona, 2005,

²⁵ Cohen, B. S., “Corporate Governance for the Entrepreneur”, *ST. JOHN'S L. REV.*, vol. 71, 1997, pp. 125-130.

²⁶ Lawrence, M. E., "Theoretical and practical framework for enforcing corporate constituency statutes." *Tex. L. Rev.*, vol. 70, 1991, 579.

²⁷ Orts, E.W., “Beyond shareholders: Interpreting corporate constituency statutes”, *George Washington Law Review*, vol. 61, n. 1, pp. 14-135.

2.01: “Even if corporate profit and shareholder gain are not thereby enhanced, the corporation, in the conduct of its business: 1) Is obliged, to the same extent as a natural person, to act within the boundaries set by law; 2) May take into account ethical considerations that are reasonably regarded as appropriate to the responsible conduct of business; and, 3) May devote a reasonable amount of resources to public welfare, humanitarian, educational and philanthropic purposes”²⁸. Como vemos, el punto tres suaviza la primacía de los intereses de los accionistas, permitiendo perseguir intereses de terceros en el desarrollo del negocio, incluso en el caso de que los accionistas no obtengan ningún beneficio aparente, siempre dentro del límite de la razonabilidad.

En conclusión, en Estados Unidos encontramos que, a pesar de estas ligeras aproximaciones a los intereses de los *stakeholders*, la ley sigue exigiendo la maximización del valor de los accionistas. Nos encontramos, por tanto, ante un problema de exigibilidad, y no de claridad. La única forma de exigir su cumplimiento es mediante la revisión *a posteriori* de las decisiones empresariales tomadas por el Consejo de Administración. Esto tiene dos problemas inmediatos: el sesgo de retrospección y la protección de la discrecionalidad empresarial. Respecto al primero, tras el fracaso de una empresa parecerá inevitablemente que los administradores no actuaron en el interés de los accionistas, aunque esto no fuera cierto²⁹. No se puede recrear de forma minuciosa la situación en la que se encontraban, y menos la información de la que disponían, los administradores. En esencia, este tipo de análisis tendrá siempre un sesgo importante. En cuanto a la segunda, la protección de la discrecionalidad empresarial es incompatible con el control, ya sea por parte de los accionistas o de los tribunales, de las decisiones empresariales de los administradores, fuera de los casos legalmente tasados y aquellos que evidencien un flagrante incumplimiento de sus deberes fiduciarios.

En Europa Continental, el ordenamiento donde el *stakeholder model* encuentra un mayor desarrollo es en Alemania, donde durante la segunda mitad del siglo XX se potenció mediante la Ley de Codeterminación de 1970, *Mitbestimmungsgesetz*, la participación de representantes de los trabajadores en la administración de la empresa.

²⁸ American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, American Law Institute Publishers, MN, p. 55

²⁹ Macey, J. R., "A close read of an excellent commentary on Dodge v. Ford", *Virginia Law & Business Review*, vol. 3, n. 1, 2008, pp. 177-190.

Debemos recordar en este punto que Alemania utiliza un sistema dual de administración, separando el Consejo de Administración del Consejo de Supervisión, que controla y revisa la labor del primero. Pues bien, es en este Consejo de Supervisión donde la ley germana reserva hasta la mitad de los asientos a representantes de los trabajadores.

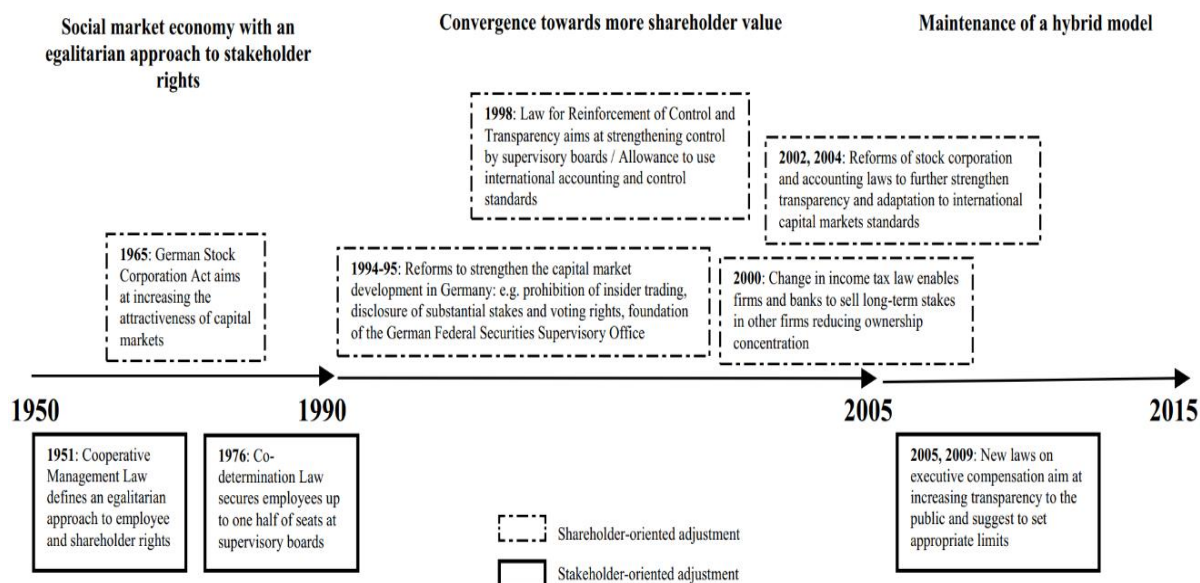
El tejido empresarial alemán se caracteriza, de forma similar a España, por una mayor concentración del capital de las sociedades. A diferencia de países con mercados de capital más desarrollados, como Estados Unidos o Reino Unido, la titularidad del capital social en Alemania suele caracterizarse por la existencia de grandes grupos familiares y bancos que poseen altos porcentajes del mismo. Esta implica una menor influencia de los mercados de capital en la administración social, reduciendo la presión hacia un modelo centrado en el valor bursátil o en la maximización del valor del accionariado. La influencia en la composición del accionariado en el propósito social de la empresa no debe ser subestimada. Tras un extenso estudio empírico -donde analizan más de 1.100 empresas norteamericanas con más de 1.5 millones de empleados-, Claudine Gartenberg y George Serafeim³⁰ concluyen que la confianza de los empleados en el propósito de su empresa es más débil en las empresas cotizadas, particularmente en aquellas con una gran presencia de *hedge funds* y otros inversores cortoplacistas. Por su parte, en las no cotizadas, aquellas controladas por fondos de capital riesgo, *private equity firms*, generan menos confianza que sus contrapartes. Concluyen, en definitiva, que hay evidencia suficiente para afirmar que un mayor compromiso de los accionistas, reflejado por accionistas a largo plazo, conlleva un mayor sentido de propósito entre los empleados de la empresa.

A pesar de las sucesivas modificaciones a finales del siglo XX y principios del siglo XXI tratando de potenciar y desarrollar el mercado de capitales germano, buscando por tanto acercarse al modelo anglosajón de menor concentración del capital, la tradicional tendencia hacia un *stakeholder model* centrado en los trabajadores se ha

³⁰ Gartenberg, C., y Serafeim, G., “Corporate Purpose in Public and Private Firms”, *Harvard Business School Working Paper*, no. 20-024, 2019.

mantenido. Actualmente se podría describir como un sistema híbrido, con elementos de ambos modelos³¹.

A continuación, se recoge una tabla con las sucesivas modificaciones entre 1950 y 2015, indicando el modelo al que pueden adscribirse³².



3. ARGUMENTOS A FAVOR Y EN CONTRA

La teoría de la creación de valor *-shareholder model-* ha sido defendida encarecidamente por autores como Paz-Ares³³. Para este autor, la cláusula del interés social tiene entre sus distintas finalidades cubrir las lagunas del contrato de sociedad -de forma similar al artículo 1258 del Código Civil en sede de la buena fe contractual-, y por ello ha de interpretarse buscando “lo que habrían pactado las partes”. No resulta complicado llegar a la maximización de sus intereses como elemento principal de la intención originaria de los socios. Además, desde el punto de vista financiero, facilita la captación de capital al ofrecer mejores expectativas de rentabilidad y una mejor

³¹ Bottenberg, K., Tuschke, A., y Flickinger, M., “Corporate governance between shareholder and stakeholder orientation: Lessons from Germany”, *Journal of Management Inquiry*, vol. 26, n. 2, 2017, pp. 165-180.

³² Bottenberg, K., *op. cit.* p. 169.

³³ Paz-Ares, C. “La Ley, El Mercado Y El Gobierno De Las Sociedades”, *IUS ET VERITAS*, Vol. 12, n. 24, 2002, pp. 139-148.

asignación de recursos. Siguiendo por otro lado consideraciones de practicabilidad, facilita tanto la toma de decisiones por parte del Consejo como su evaluación.

Este último punto es especialmente relevante. Bajo una concepción institucionalista -o basada en el *stakeholder model*- siempre será más cómodo para los administradores justificar cualquier tipo de decisión, incluso aquellas tomadas en el propio beneficio de los administradores, basándose en la necesidad de ponderar y considerar distintos intereses. Michael Jensen³⁴ defiende esta idea, declarando abiertamente que el *stakeholder model* es perjudicial para la organización, y su adopción la llevará a una desventaja frente otras empresas que mantengan como objetivo primordial la maximización del valor de los accionistas. Alega, además, que su popularidad entre los altos directivos es debido a su beneficio personal en el corto plazo. En efecto, sin criterios para evaluar los resultados obtenidos difícilmente se podrá hacer responsables a los que tomaron las decisiones correspondientes. Esta teoría permitiría incluso la asignación de los recursos de la organización a causas “personales” de los administradores, como el desarrollo de las ciudades o la investigación médica. En fin, resulta un modelo que aporta un poder sustancial a los administradores y, en consecuencia, goza de una gran popularidad entre ellos. Lucian Bebchuk comparte esta posición³⁵. Los supuestos beneficios para los *stakeholders* han sido, durante al menos cuatro décadas, una razón habitual esgrimida por los Consejos de Administración para apoyar normas dirigidas a aislar al Consejo de las presiones de los accionistas, y para oponerse a aquellas que aumentan la capacidad de estos para pedir responsabilidad al Consejo. Al contrario, este tipo de medidas que reducen la responsabilidad de los administradores y les aíslan de las pretensiones de los accionistas perjudican en el largo plazo a los intereses de los propios *stakeholders*. Diversos estudios³⁶ confirman que mayor aislamiento y menor responsabilidad ante los accionistas reducen la eficiencia económica y la creación de valor de la empresa, como resultado de peores decisiones de gestión y en general un peor rendimiento corporativo. El perjuicio para los accionistas es claro, pero un peor

³⁴ Jensen, M. C., “Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function”, *Journal of applied corporate finance*, vol. 14, n. 3, 8-21.

³⁵ Bebchuk, L. A., y Tallarita, R., “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, *Cornell Law Review*, vol. 106, 2020, pp. 91-178

³⁶ Bebchuk, L. A., “The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value”, *Columbia Law Review*, vol. 113, no. 6, 2013, pp. 1637-1694.

rendimiento corporativo general reduce la creación de riqueza en la sociedad, perjudicando además a los propios *stakeholders*: empleados, proveedores, residentes locales, etc.

Otro autor estadounidense, Edward Rock³⁷, afirma que exponer al Consejo a las reclamaciones de los *stakeholders*, permitiéndoles exigir la toma en consideración de sus intereses, implicaría, bien permitirles demandar al Consejo, o bien utilizar la presión social como instrumento para la consecución de sus intereses. No obstante, esto complicaría ciertamente el trabajo de los administradores, que se encontrarían ente dilemas de imposible resolución³⁸.

Por su parte, Oliver Hart y Luigi Zingales, profesores de la Universidad de Harvard y de la Universidad de Chicago, respectivamente, defienden que la maximización del beneficio de los accionistas no es un objetivo del todo correcto, sino que debe ser sustituido por la maximización de lo que denominan el “bienestar” de los accionistas³⁹. Este concepto del bienestar de los accionistas es más amplio que el mero beneficio económico, pudiendo incluir otros intereses de los accionistas como la reducción de la contaminación, la justicia social o la reducción de la desigualdad. En definitiva, reconocen que los accionistas pueden tener intereses más allá de la mera maximización de los beneficios económicos, y que la empresa ha de tenerlos en cuenta.

En el fondo, este concepto no es más que una variación del clásico *shareholder model* que, manteniendo la primacía de los intereses de los accionistas, se limita a ampliar estos intereses más allá del mero beneficio económico. Esta postura resulta interesante, pues como dicen los autores, de igual forma que hay inversores institucionales que buscan únicamente la máxima rentabilidad en su inversión, también encontramos inversores individuales que en su vida privada pueden elegir pagar más por tener un coche eléctrico menos contaminante, o comprar alimentos ecológicos, primando en definitiva otros intereses por encima de su dinero. No obstante, dada la dificultad de agregar estos intereses de forma apropiada, y la inestabilidad que generaría en la administración de la

³⁷ Rock, E. B., “For Whom is the Corporation Managed in 2020: The Debate over Corporate Purpose”, *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 515/2020*, NYU School of Law, Public Law Research Paper No. 20-16, 2020, p. 19.

³⁸ Desarrollado en más profundidad en el apartado 3.1: El Interés social y los conflictos de interés.

³⁹ Hart, O., y Zingales, L., "Companies should maximize shareholder welfare not market value." *Journal of Law, Finance and Accounting*, vol. 2, 2017, pp. 247-275.

empresa por los intereses cambiantes de sus accionistas, creemos que la maximización del beneficio económico se mantiene como la mejor opción en la práctica empresarial.

Por último, la defensa de la doctrina de la creación de valor no implica, como se recoge en el propio Informe Olivencia, desconocer o ignorar los intereses de terceros afectados por el funcionamiento de la empresa. Se ha de priorizar en la toma de decisiones el interés conjunto de los accionistas como representación del interés social, pero garantizando siempre la protección de los terceros interesados, los *stakeholders*, mediante el cumplimiento de la legislación vigente en materia laboral, contractual, o medioambiental.

Por otro lado, no debemos obviar el planteamiento en sentido contrario que han realizado diversos autores, entre ellos Alonso Ureba⁴⁰ o Velasco San Pedro⁴¹. Estos autores, entre otros, llegan a hablar de la difícil tarea de encajar la teoría del *shareholder value* en nuestro modelo constitucional y económico de sociedad, que conllevaría de forma probable la revisión de principios económicos recogidos en nuestra Constitución, como son el de la función social de la propiedad consagrada en su artículo 33, o incluso el de la libertad de empresa, recogida en el artículo 38. La búsqueda sin control de la maximización del valor de los accionistas llevaría, siguiendo esta línea de argumentación, a comportamientos especulativos o limitativos de la justa competencia en los mercados.

En efecto, una política de empresa más concienciada o favorable a los intereses de terceros interesados podría evitar la excesiva preocupación por el corto plazo, ocasionalmente presente en las cúpulas directivas de las grandes empresas, desplazándola a criterios a medio o largo plazo. Sin embargo, la doctrina del shareholder model, bien entendida y tal como recogen nuestros códigos de buen gobierno, pretende la maximización de valor, pero siempre de forma sostenida y en el largo plazo: “*Que el consejo de administración se guíe por el interés social, entendido como la consecución*

⁴⁰Alonso Ureba, A., El gobierno de las grandes empresas (reforma legal versus códigos de conducta), en Esteban Velasco, G., (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid, 1999, pp. 105-106

⁴¹ Velasco San Pedro, L. A., *El gobierno de las sociedades cotizadas (corporate governance) en España: el Informe Olivencia en Derecho de sociedades*, McGraw Hill, Madrid, 2002, p. 3.015

de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa”⁴².

Por su parte, Embid Irujo⁴³, detractor de la teoría de creación de valor, basa sus argumentos en la mayor integración de las ideas de Responsabilidad Social Corporativa en el *stakeholder model*, modelo que permite además a las empresas salir del “estrecho marco económico” al que las aboca la teoría de creación de valor a la vez que mantiene la necesaria tutela del interés común de los socios. En cualquier caso, admite que “su significativa indeterminación dificulta la operatividad de la cláusula del interés social en la organización y el funcionamiento concretos de las sociedades”⁴⁴.

4. ¿LA TERCERA VÍA? *ENLIGHTENED SHAREHOLDER MODEL*

En la tramitación de la reforma del *Companies Act* en Reino Unido, en el año 2006, el legislador británico se planteó introducir una visión pluralista, o institucionalista, de la empresa. Ante la incertidumbre que supondría abrazar de forma total una corriente doctrinal tan distinta a la vigente, en un asunto de tal importancia como es el tejido empresarial del Estado, se optó por un enfoque híbrido. Este nuevo enfoque pasaría a ser conocido como *enlightened shareholder value*⁴⁵.

La sección 172 del *Companies Act*, que regula los deberes fiduciarios de los administradores, recoge que estos deberán promover el éxito de la corporación para el beneficio de todos sus miembros, teniendo en cuenta: “*the likely consequences of any decision in the long term; the interest of the company’s employees; the need to foster the company’s business relationships with suppliers, customers and others; the impact of the company’s operations on the community and the environment; the desirability of the*

⁴² Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2015, p. 24.

⁴³ Embid Irujo, J. M., y del Val Talens, P., “La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law”, *Colección de Derecho Privado, Boletín Oficial del Estado*, vol. 7, 2016.

⁴⁴ Embid Irujo, J. M., y del Val Talens, P., 2016, *op. cit.* p. 166.

⁴⁵ Embid Irujo, J. M., y del Val Talens, P., 2016, *op. cit.* p. 68.

company maintaining a reputation for high standards of business conduct; and the need to act fairly as between members of the company”⁴⁶.

Como vemos, la disposición recoge los intereses de los empleados, los proveedores, los clientes, la comunidad local y el medioambiente.

Las consecuencias jurídicas del incumplimiento de esta norma son, no obstante, escasas. Los administradores responden de forma directa únicamente ante los accionistas, por lo que estos grupos no podrán impugnar las decisiones tomadas por los administradores si consideran que sus intereses no han sido tenidos en cuenta. No obstante, la nueva normativa requiere a la administración de la sociedad justificar sus decisiones de cara a los intereses de terceros, y a revelar los riesgos que puedan afectarles. Mediante la creación de este sistema, descrito en la doctrina como “*multi-stakeholder decision making*”, los administradores son al menos indirectamente responsable ante los terceros⁴⁷.

Una importante diferencia entre el *enlightened shareholder value* y la regulación estadounidense es la obligatoriedad que recoge la sección 172 *Companies Act*. Mientras que los *Constituency Statutes* establecen que los administradores podrán tener en consideración otros intereses más allá de los accionistas, la normativa británica establece que los administradores deberán tenerlos en cuenta.

Esta corriente ha encontrado también cabida en la Europa Continental, en Portugal. Aunque su ordenamiento se mantiene fundamentalmente contractualista, acepta la toma en consideración de intereses de terceros en lo que a Gobierno Corporativo se refiere. Podría decirse, por tanto, que sigue las líneas del *enlightened shareholder value* inglés, combinando elementos contractualistas e institucionalistas. Esta tendencia se materializó con la reforma del *Código das Sociedades Comerciais* llevada a término por el *Decreto-lei n.º 76 A/2006*. Esta reforma fue consecuencia de la postura favorable de la doctrina portuguesa al *stakeholder model*⁴⁸. El artículo 64.1.b) CSC establece que los

⁴⁶ U.K. Companies Act, 2006, c. 46 § 172

⁴⁷ Ho, V. H., “Enlightened shareholder value: Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide”, *J. Corp. L.*, vol. 36, 2010, pp. 77-80.

⁴⁸ Serra, C., “O novo Direito das Sociedades: para uma governação socialmente responsável», cit., p. 158. Ramos Pérez, M. E., «Responsabilidad social corporativa en el contexto del buen gobierno. Interés social y comportamiento del órgano de administración. Especial atención al caso portugués”, en AA. VV.,

administradores, en cumplimiento del deber de lealtad, deben tener en cuenta los intereses de los socios a largo plazo, ponderando los intereses de “otros sujetos relevantes para la sostenibilidad de la sociedad, tales como sus trabajadores, clientes o acreedores”.

De nuevo, aunque se encomiende a los administradores la ponderación de estos intereses, la sociedad sigue siendo la única acreedora de su deber de lealtad. Mientras que esta norma pretendía suponer una restricción a la discrecionalidad empresarial de los administradores, obligándoles a ponderar otros intereses en la toma de decisiones, en la práctica produce el efecto contrario. Poder justificar sus decisiones con la ponderación de más de un interés aporta una mayor independencia y discrecionalidad a los administradores frente a los accionistas, que tendrán más difícil exigir a la administración decisiones que maximicen exclusivamente el valor de los socios a corto plazo⁴⁹.

Por último, como es habitual en los ordenamientos de nuestro entorno, esta doctrina del interés iluminado aplicada en Portugal no otorga a los titulares de los intereses que han de ser ponderados mecanismo legal alguno para reclamar su cumplimiento, por lo que su verdadera aplicación es limitada, y se circunscribe a potenciar la discrecionalidad empresarial de los administradores y su independencia frente a los socios.

Fernández-Albor Baltar, Á. (dir.), Pérez Carrillo, E. F. (coord.), *Empresa Responsable y Crecimiento Sostenible: Aspectos Conceptuales, Societarios y Financieros*, Cizur- Menor (Navarra), Aranzadi, 2012, p. 120

⁴⁹ Ramos, M. E., “Responsabilidad social corporativa en el contexto del buen gobierno. Interés social y comportamiento del órgano de administración. Especial atención al caso portugués”, en AA. VV., Pérez Carrillo, E. F. (coord.), Fernández-Albor Baltar, Á. (dir.), *Empresa responsable y crecimiento sostenible: aspectos conceptuales, societarios y financieros*, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2012, p. 122.

II. EL INTERÉS SOCIAL EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL

El concepto de interés social tiene su origen en el propio nacimiento de la idea de la personalidad jurídica de las compañías; una personalidad propia, independiente y distinta de la de sus socios. Este fenómeno de creación de un ente diferenciado se puede expresar de forma ciertamente gráfica como “una suerte de desdoblamiento de la personalidad, al transformar el conjunto en una persona (jurídica) distinta de las personas (naturales o jurídicas) constituidas por cada uno de sus miembros, de tal manera que éstos pueden definirse terceros respecto de la persona jurídica, y ésta, a su vez, se presenta como un tercero frente a ellos”⁵⁰.

Esta presentación *erga omnes* como un tercero diferenciado implica, por tanto, que la persona jurídica sea un titular válido de derechos y obligaciones, y que tenga su propio interés, conocido como interés social, diferenciado del interés de cada uno de los socios individualmente considerados.

En nuestra legislación societaria se hace referencia en múltiples ocasiones al interés social. Por un lado, se utiliza este concepto como determinador de la validez de los acuerdos sociales, siendo impugnables aquellos contrarios al interés social (art. 204 LSC⁵¹), aportando una dimensión esporádica o intermitente del mismo. Así, el interés social se ha de apreciar ante la impugnación de un acuerdo específico y no de forma constante o reiterada. Por otro lado, el interés social se vincula de forma permanente y continua a la vida de la sociedad, mediante su vinculación con la diligente y leal gestión de la sociedad por parte de los administradores⁵².

En esta última dimensión aparece el interés social como una brújula que guía la conducta del órgano de administración ante un panorama de conflictos constantes entre distintos intereses habitualmente enfrentados.

No sería descabellado pensar que este tratamiento normativo indirecto del concepto de interés social ha contribuido a la confusión doctrinal y práctica de su

⁵⁰ Galgano, F., “El concepto de persona jurídica”, *Revista Derecho del Estado*, 2004, n.16, p. 14

⁵¹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

⁵² Sánchez-Calero Guilarte, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa” en Fernando Rodríguez, A. (coord.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Editorial Aranzadi, S.A., Navarra, 2006, pp. 851-913.

delimitación en sede de las distintas teorías de administración empresarial. Nuestra legislación bien podría, además de contrastar la diligente labor del administrador con la brújula del interés social, recoger de forma positiva qué intereses son compatibles con ese concepto.

Esta positivización del interés social, se podría decir, no sería otra cosa que convertir en vinculante el contenido de las diversas *normas* y *códigos* de buen gobierno. Sería, en definitiva, plasmar en nuestro ordenamiento prácticas ya aceptadas extensamente en el ámbito empresarial. A modo de ejemplo, incluir el interés de terceros ajenos a la propia sociedad dentro del concepto legal de interés social permitiría definitivamente a los defensores del *stakeholder model* combinar el desarrollo del objeto social y la atención a los distintos grupos y comunidades en el que este se desenvuelve, incluso si con ello la empresa no obtiene un beneficio directo o indirecto.

Algunos autores, de entre los que destacamos a Sánchez-Calero, no creen, sin embargo, que tal positivización deba llevarse a cabo. En su opinión, el interés social no debe recogerse de manera imperativa en nuestro ordenamiento jurídico. Ello iría contra la heterogeneidad del concepto, y dificultaría su aplicación en supuestos de muy diversa índole. Como ejemplo, podemos diferenciar el contenido del interés social en sede de la impugnación de acuerdos sociales cuando estos lesionan a un grupo de accionistas en favor de otros (artículo 204 LSC), donde el concepto se centra en los intereses de los propios accionistas, del supuesto de exclusión del derecho de suscripción preferente, donde lo que tratamos es el interés de la sociedad frente al de los accionistas, resolviendo este conflicto de intereses en favor de la propia sociedad⁵³. Además, su positivización sería contradictoria con la tendencia actual a otorgar un amplio margen de libertad a los Consejos de Administración, a través del desarrollo de la protección de la discrecionalidad empresarial *-business judgement rule-* que analizaremos posteriormente.

Desde mi punto de vista, tal normativización sería contraria a la tendencia desregulatoria de nuestro tiempo. En un mundo extensamente globalizado, donde las sociedades sufren una competencia intensísima que les obliga a adaptarse de forma rápida y eficaz a los cambios sociales, la imposición de un contenido específico del interés social perjudicaría a las sociedades españolas a la hora de mantenerse en el mercado mundial.

⁵³ Sánchez-Calero Guilarte, J., 2006, *op. cit.* pp. 39 y ss.

Además, debemos destacar la importancia en nuestro ordenamiento jurídico, en parte como consecuencia de las influencias que recibimos en este sentido desde el ámbito supranacional, de la autonomía de la voluntad -artículo 1.255 del CC-, que hace especialmente relevante la libertad de los socios de determinar estatutariamente la organización de la sociedad.

1. TEORÍAS DOCTRINALES SOBRE EL CONCEPTO DE INTERÉS SOCIAL

Las dos posiciones enfrentadas que se han venido tratando a lo largo de este texto, pertenecientes principalmente a la disciplina de la administración empresarial, se corresponden con carácter genérico a las dos teorías que se van a exponer a continuación: la teoría contractualista y la teoría institucionalista. Así lo recoge nuestro Tribunal Supremo en numerosas sentencias, de las que podemos destacar la importantísima Sentencia del Tribunal Supremo 120/1991, de 19 de febrero, según la cual: “[e]n torno a la idea o concepto del interés social existen dos teorías completamente opuestas: la institucionalista, que considera a la Sociedad Anónima como una «institución-corporación», en la que el interés social que allí se persigue, es distinto del de sus socios, viniendo a coincidir con los intereses de los componentes de la empresa (accionistas, administradores, acreedores, trabajadores, etc.); y la teoría contractualista, consagrada en nuestra legislación, según la cual el interés social no es otro que la suma de los intereses particulares de sus socios, de forma que cualquier daño producido en el interés común del reparto de beneficios, o en cualquier otra ventaja comunitaria, supone una lesión al interés social”⁵⁴.

Tras la rotunda afirmación del Tribunal Supremo de que la teoría contractualista se encuentra consagrada en nuestra legislación, en 1991, la gran mayoría de nuestra jurisprudencia hasta hoy recoge la misma idea⁵⁵. No obstante, podemos encontrar de igual forma algún pronunciamiento de nuestros tribunales más abierto a incorporar tonos institucionalistas, como la Sentencia del Tribunal Supremo 873/2011, de 7 de diciembre, en la que se recoge: “[los acuerdos sociales que] no persigan razonablemente el interés

⁵⁴ Sentencia del Tribunal Supremo, núm. 120/1991, de 19 de febrero de 1991, [versión electrónica, base de datos Cendoj, Id Cendoj: 28079110011991101476]. Fecha de la última consulta: 20 de octubre de 2020

⁵⁵ Entre otras, SSTS núm. 825/1998, de 18 de septiembre; núm. 193/2000, de 4 de marzo; núm. 873/2011, de 7 de diciembre; y más recientemente la núm. 991/2011, de 17 de enero de 2012.

social conjunto de los accionistas desde la perspectiva contractual, ni los de la sociedad, desde la perspectiva institucional (...) deben entenderse contrarios a los intereses de la sociedad". Esta sentencia parece abrir camino para considerar legítimo aquel acuerdo social que, no persiguiendo el interés social conjunto de los accionistas -lo que se correspondería con la interpretación contractualista habitual-, sí persiga en cambio "los de la sociedad" desde una perspectiva institucional.

En resumen, la jurisprudencia de nuestros tribunales defiende y mantiene la teoría contractualista del interés social, si bien se advierte una creciente tendencia dirigida a no obviar los demás intereses relacionados con la propia sociedad.

Independientemente de la interpretación elegida, debemos tener en cuenta que la concepción del interés social es un elemento esencial del contrato social, es decir, afecta al propio concepto de la sociedad de capital. Así lo ha declarado la Dirección General de los Registros y del Notariado, actual Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, en la Resolución de 5 de julio de 1982 (RJ 1982\4675), según la cual: "*Que en esta materia -sumamente delicada- incluye en su solución de una parte la concepción contractualista o institucional que se tenga de la Sociedad Anónima unido a la concepción de su personalidad jurídica ya que la primera si lógicamente se limita a regular las relaciones de los socios teniendo en cuenta sólo sus intereses individuales, el interés social coincidirá con el interés común de los socios, mientras que si la sociedad aparece institucionalizada, el interés social no será la suma de los intereses de los socios, siempre cambiantes, sino el de ente social*"⁵⁶.

Estando ante un elemento tan sumamente importante para nuestro sistema económico-constitucional, como es el propio concepto de las sociedades de capital, resulta crucial separar la discusión sobre el interés social de elementos políticos o ideológicos. No en vano ciertos autores consideran el interés social como "la válvula por la que penetran las corrientes ideológicas en la estructura técnica del derecho de sociedades"⁵⁷.

⁵⁶ Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado, 5 de julio de 1982 (RJ 1982\4675), [versión electrónica – base de datos Aranzadi]

⁵⁷Alonso Ledesma, C., "Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente", en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea: Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Ed. Civitas, Madrid, 1991, p. 39

1.1. Teoría Contractualista

La concepción contractualista societaria entiende el interés social como el interés común de los socios. No recoge por tanto intereses distintos y superiores al mismo, sino únicamente el común a todos ellos. Este interés común de los socios pasa a ser “interés social” cuando se encuadre dentro del elemento causal del contrato social. Como tal, admite la existencia de diferentes criterios interpretativos: la maximización del beneficio, del dividendo, o la maximización de la eficiencia productiva⁵⁸.

La teoría contractualista encuentra originalmente un gran desarrollo en Estados Unidos, donde el derecho societario ha tenido tradicionalmente como objetivo central la protección del interés de los accionistas. Este objetivo fue enunciado en un primer momento por la jurisprudencia americana en el caso “*Dodge vs. Ford Motor Co.*”, en 1919⁵⁹.

En España, tal y como recuerda el Tribunal Supremo en la STS 120/1991 de 19 de febrero, la doctrina contractualista ha estado consagrada en nuestra legislación desde hace décadas. En efecto, autores como Paz-Ares comparten esta idea, y defienden que esta interpretación no necesita ser reformada, sino modulada o “depurada”⁶⁰.

Una cuestión similar al caso *Dodge vs. Ford Motor Co*, reflejo del contractualismo español, la podemos encontrar en la Resolución de 17 de diciembre de 2020 de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública (RJ 2020\5448). En este caso, los socios de una sociedad limitada tratan de modificar sus estatutos para convertirla en una sociedad sin ánimo de lucro, que tenga por objeto la rehabilitación y educación de personas con discapacidad. El Registrador Mercantil deniega la inscripción de una modificación estatutaria al entender que el ánimo de lucro es un elemento esencial en las sociedades de capital, y como tal no puede ser eliminado. La Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, en sentido contrario, resuelve estimar el recurso interpuesto contra la calificación del registrador al entender que el ánimo de lucro, a diferencia del fin común de la sociedad, es un elemento natural, pero no esencial del

⁵⁸ Velasco, G. E., *Responsabilidad social corporativa: aspectos jurídico-económicos*, Publicacions de la Universitat Jaume I, Castellón de la Plana, 2005.

⁵⁹ *Vid.* página 7.

⁶⁰ Paz-Ares, C., 2002, *op. cit.* p. 140.

contrato de sociedad. De esta forma, tratándose de ánimo de lucro subjetivo (lucro personal de los socios), su ausencia no plantea problema alguno siempre que de los estatutos resulte la existencia de un ánimo de lucro en sentido objetivo (“la obtención de ganancias que no se reparten entre los socios, sino que se destinan a un fin social”).

De esta Resolución podemos concluir, *a sensu contrario*, que, sin su inclusión en los estatutos -ya sea originariamente o mediante su modificación- es decir, sin el consentimiento expreso de los socios recogido de tal manera, los administradores no tienen capacidad para realizar por si mismos actividades que se alejen del ánimo de lucro de la sociedad. En definitiva, lo que la Dirección General nos recuerda es que la sociedad, como contrato naturalmente oneroso, debe dirigir su actividad a la consecución del objeto social que, salvo disposición contraria en los estatutos, incluirá implícitamente el propósito de obtener un lucro. Sin el consentimiento expreso de los accionistas, que son los dueños y partes del contrato, no se puede alterar esta circunstancia. Esto no impide, lógicamente, que se puedan realizar acciones altruistas en importes razonables, más aun teniendo en cuenta el impacto positivo en su reputación, pero no en cantidades desmesuradas que impliquen un perjuicio para los socios.

Mientras que originalmente se mantenía la absoluta y total exclusividad del interés común de los accionistas en la gestión de la sociedad, hoy en día, gracias en parte al auge de movimientos sociales que abogan por una mayor responsabilidad social y medioambiental, el interés social se ha visto empujado hacia un modelo más abierto.

Concretamente en las sucesivas modificaciones de la Ley de Sociedades Anónimas, hoy Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, se pueden apreciar leves trazos institucionalistas, pues identifica el interés social como interés de la sociedad, excluyendo la mención al interés común de los socios. Así lo recoge la STS 873/2011 de 7 diciembre: “[el artículo] 226 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, parece inclinarse por un concepto institucionalista -[l]os administradores desempeñaran su cargo como un representante leal en defensa del interés social, entendido como interés de la sociedad”, aunque en última instancia declara la vigencia y aplicabilidad de criterios contractualistas a pesar de ello.

Otro elemento relevante para medir el avance y la evolución de la doctrina contractualista es el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas aprobado por

la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En su última versión, aprobada en 2015 y revisada por última vez en 2020, recoge en su recomendación 12 la siguiente descripción del interés social: *“el interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa. Y que en la búsqueda del interés social, además del respeto de las leyes y reglamentos y de un comportamiento basado en la buena fe, la ética y el respeto a los usos y a las buenas prácticas comúnmente aceptadas, procure conciliar el propio interés social con, según corresponda, los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente”*⁶¹.

Como vemos, se mantiene el criterio contractualista, pero ciertamente modulado. El énfasis lo conserva la maximización del valor económico de la empresa y su mantenimiento en el tiempo, pero se pretende además que los administradores procuren conciliar el interés social con los intereses de otros grupos relevantes. Tal y como está estructurado, debemos entender que el interés de estos grupos, ya sean empleados, proveedores, o clientes, no forma parte del interés social como tal, sino que deben conciliarse con el mismo en la medida de lo posible. En definitiva, se trata de un conflicto entre el interés social y el interés de estos grupos, que según el Código de Buen Gobierno debe resolverse de forma preferente mediante el alineamiento de los distintos intereses.

1.2. Teoría Institucionalista

En la teoría institucionalista, el interés social tiene un valor superior al de los socios. El interés social se posiciona así como separado e independiente. Busca la maximización de la eficiencia y la rentabilidad, así como el mantenimiento en el tiempo de la sociedad. Para perseguir el interés social, los administradores han de tener en cuenta los intereses de todos y cada uno de los sujetos involucrados en la empresa. Los socios, por tanto, se incluyen en esta categoría, pero no son los únicos. Trabajadores, clientes,

⁶¹ Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2015, p. 25.

proveedores, e incluso la generalidad de la comunidad en la que la empresa desarrolla su actividad han de ser tenidos en cuenta en la administración social⁶².

Lógicamente, cabe esperar que tan diversos intereses no estén siempre alineados. De hecho, las pretensiones de los proveedores, habitualmente concernientes al precio de venta de sus materiales, serán en muchos casos frontalmente contrarias a los intereses de los clientes, que buscarán un producto más barato. La labor de la administración social será pues alinear estos intereses y hacer avanzar a la empresa de manera respetuosa con los grupos que se ven afectados por su actividad. Para garantizar el respeto a los intereses de estos grupos, esta teoría llega a aconsejar la participación de sus representantes, particularmente de los trabajadores, en el órgano de administración de la sociedad.

Como se ha dicho, esa teoría institucionalista se acopla en la actualidad con la idea del *stakeholder model*, cada vez más popular entre los órganos directivos de las grandes empresas cotizadas, si bien su desarrollo en el campo legal es sustancialmente menor que en otras disciplinas como la económica.

Aunque nuestro ordenamiento jurídico es, como se ha explicado anteriormente, sustancialmente contractualista, no podemos ignorar una cierta tendencia hacia la institucionalización del interés social. Así, como se ha dicho, el propio Tribunal Supremo reconoce en el artículo 226 LSC una aparente inclinación institucionalista.

1.3. Una teoría alternativa, el *Purpose Primacy* de Colin Mayer⁶³

Colin Mayer, antiguo decano de la escuela de negocios de la Universidad de Oxford y miembro de la Academia Británica, propone una particular salida a la dicotomía *shareholder-stakeholder*. Desde su punto de vista, el debate debe centrarse en el “*purpose*” -propósito- social. Este autor define el termino como “proposiciones de valor” que definen el rendimiento de la sociedad. Concretar este propósito es esencial para el correcto desarrollo de la sociedad. Así, los socios deben pensar detenidamente en el propósito que pretenden realizar a través de la sociedad, más allá de obtener un beneficio,

⁶² Bayón, P. S., “El concepto de interés social en el derecho societario español: las teorías contractualistas e institucionalistas a debate” en Lázaro González, I.E y Molina, A. (Dirs.), *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Don José María Castán Vázquez*, Editorial Reus, 2019, pp. 491-512

⁶³ Mayer, C., “Prosperity: better business makes the greater good”, *Oxford University Press*, 2018, *apud* Burg, R., “Review of Prosperity: Better Business makes the Greater Good, by Colin Mayer”, *Oxford: Oxford University Press*, 2018, p. 218.

y este regirá el comportamiento de la sociedad y su actividad en el tráfico mercantil, sirviendo como base para el funcionamiento de todas las estructuras sociales, particularmente del Consejo de Administración. El autor defiende la libertad de los socios a la hora de determinar el propósito de la corporación, y confía en que, mediante el cumplimiento de este propósito, la corporación otorgue confianza al mercado de que cumplirá las obligaciones que adquiriera en el tráfico mercantil. Un buen ejemplo de la presencia de un propósito corporativo es el tejido empresarial europeo, particularmente español y alemán. En estos países, las grandes sociedades mantienen aún un importante componente familiar en su capital, y este control familiar tiende a conservar el propósito y los valores originales con los que se creó la empresa, favoreciendo la supervivencia a largo plazo de la sociedad y la imagen pública de la misma.

Otro ejemplo⁶⁴ podemos encontrarlo en el caso de Novo Nordisk, una empresa farmacéutica danesa que fabrica insulina utilizada en el tratamiento de diabetes tipo 2. Esta empresa cambió su propósito original -la simple producción de insulina-, al tratamiento de la diabetes tipo 2, que puede conllevar la utilización de insulina o no. Así, comenzó a trabajar con médicos, hospitales y universidades de diversos países para identificar el tratamiento más apropiado para cada caso concreto. Después, cambió de nuevo su propósito a ayudar a las personas a evitar la enfermedad desde un primer momento, comenzando de esta forma a trabajar con comunidades locales, gobiernos y instituciones médicas para identificar los cambios en la forma de vida convenientes para reducir el riesgo de desarrollar la enfermedad.

Aunque pueda parecer que estos cambios -aunque nobles- perjudicarían el desarrollo empresarial de la sociedad, la realidad nos demuestra lo contrario. El hecho de definir claramente su propósito en cada etapa, y desarrollarlo fielmente, ha incrementado la confianza de la sociedad en general en la empresa, y la ha convertido en un proveedor respetado de productos farmacéuticos.

De este ejemplo podemos concluir dos puntos relevantes: la importancia para las empresas de definir de forma clara y transparente su propósito social, y que el hecho de

⁶⁴ Mayer, C., “The Future of the Corporation and the Economics of Purpose”, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 710/2020, próximamente en Journal of Management Studies*, 2021.

comprometerse fielmente a cumplirlo y desarrollarlo genera confianza en la empresa, beneficiándola en el largo plazo.

Rebecca Henderson⁶⁵, por su parte, defiende que las empresas con un propósito auténtico son más propensas a identificar las necesidades de innovación estructural, a desarrollar un sentido de estrategia a largo plazo, y a tener empleados más motivados y comprometidos con el éxito de la empresa. Además, tendrá una ventaja competitiva en el desarrollo de confianza en la propia empresa, que es esencial a la hora de tomar decisiones en situaciones de incertidumbre.

⁶⁵ Henderson, R., “Innovation in the 21st Century: Architectural change, purpose, and the challenges of our time”, *Management Science* (próximamente), 2021.

III. DEBER DE LEALTAD E INTERES SOCIAL

El interés social es un elemento clave en la interpretación y delimitación del deber de lealtad. Con carácter general será el interés social el que oriente, como una brújula, el desarrollo de sus funciones a través de la definición general del deber de lealtad recogida en el artículo 227 LSC. En muchos casos, además, servirá para controlar la actuación de los administradores, siendo uno de los elementos principales que permite a los socios, a través de la correspondiente acción, exigirles responsabilidades en el ejercicio ordinario de sus competencias. Por tanto, la concepción adoptada por cada ordenamiento, contractualista o institucionalista, del interés social, condiciona y determina el modelo de administración utilizable, el *shareholder* o el *stakeholder model*. En este apartado se analizará esta conexión.

1. EL INTERÉS SOCIAL Y LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

El elemento clave en el análisis del interés social en relación con el deber de lealtad de los administradores son las situaciones de conflicto de interés: los administradores deben adoptar las medidas necesarias para evitar incurrir en situaciones en las que sus intereses, sean por cuenta propia o ajena, entren en conflicto con el interés social (art. 228 e. LSC).

Especialmente relevante para la cuestión que nos ocupa es el concepto de conflicto de interés por cuenta ajena. Como recoge Paz-Ares, el conflicto de interés por cuenta ajena, en ocasiones referido como conflicto de deberes, se da cuando el conflicto de interés “no se produce entre la sociedad y el administrador, sino entre la sociedad y un tercero respecto del cual el administrador tiene contraídos igualmente deberes fiduciarios”⁶⁶. La conexión entre esta figura y el *stakeholder model* es clara, y más aún cuando vemos autores que propugnan extender el deber de lealtad de los administradores a otros *stakeholders*. En ese caso los administradores tendrían un deber de lealtad para con varios principales, y si bien los *stakeholders* no se consideran personas vinculadas al administrador en los términos del artículo 231 LSC, por lo que no estaríamos ante una situación de conflicto de interés por cuenta propia, podríamos encontrarnos ante una permanente situación de conflicto de interés por cuenta ajena. Debiendo lealtad a ambos

⁶⁶ Paz-Ares, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 39, 2015, pp. 54.

grupos, el administrador tendría en cada decisión que elegir y anteponer unos ante otros, vulnerando inevitablemente su deber. Así lo ha puesto de manifiesto Marcoux⁶⁷. Según este autor, extender los deberes fiduciarios a varios *stakeholders* es imposible tanto conceptualmente como en la práctica. Es imposible conceptualmente porque el deber de lealtad requiere por naturaleza un único principal, y es imposible en la práctica porque el administrador se encontraría en un constante conflicto de interés.

Smith y Ronnegard⁶⁸ observan dos posibles soluciones a tales problemas: primero, que decidan los tribunales quien es el grupo principal a quien se debe lealtad en caso conflictivo -quizá el grupo más vulnerable, como propone efectivamente Marcoux- o no extender el deber de lealtad a estos grupos, pero sí introducir el deber de tener en cuenta sus intereses. Para esto último proponen crear una acción que permita a los *stakeholders* impugnar las decisiones del administrador cuando sus intereses no sean tenidos en cuenta.

Desde mi punto de vista, veo varios problemas con estas soluciones propuestas. Acudir a los tribunales cada vez que el administrador se encontrara en una situación de conflicto entre los intereses de estos grupos -por ejemplo, entre la sociedad y sus proveedores-, es absolutamente inviable en la práctica. La realidad empresarial es una constante pugna entre intereses ajenos, por lo que cada vez que el administrador realizara una operación con cualquiera de estos grupos -proveedores, clientes, trabajadores...- se encontraría ante un conflicto de interés; y es además una realidad dinámica en la que la toma de decisiones requiere de rapidez. Ambas características resultan incompatibles con la solución propuesta. Por otro lado, ello supondría otorgar a los tribunales el control de hecho sobre las decisiones empresariales, lo que resulta difícil de compatibilizar con la protección de la discrecionalidad empresarial recogida en el artículo 226 LSC. Respecto a la segunda solución propuesta, obligar a los administradores a tener en cuenta los intereses de terceros, creando una acción para garantizar su cumplimiento, implicaría una constante impugnación de la actividad empresarial por parte de estos grupos. Legitimar a un tercero “en caso de que estos consideren que sus intereses no han sido tenidos en

⁶⁷ Marcoux, A., “A Fiduciary Argument Against Stakeholder Theory”, *Business Ethics Quarterly*, vol. 13, n. 1, pp. 1-24

⁶⁸ Ronnegard, D. y Smith, C., “Shareholder Primacy vs. Stakeholder Theory: The Law as Constraint and Potential Enabler of Stakeholder Concerns”, *INSEAD Working Paper No. 2018/15/ATL/Social Innovation Centre*, 2018, disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3165992>

cuenta” parece, cuanto menos, demasiado subjetivo, y cuanto más completamente imposible de controlar o limitar.

2. LA PROTECCIÓN DE LA DISCRECIÓN EMPRESARIAL COMO LIMITE DE LA EJECUTIVIDAD DEL DEBER DE LEALTAD

Como se ha mencionado en varias ocasiones, el valor del interés social como guía de la actuación de los administradores se ha visto limitado recientemente por el desarrollo legal de la *business judgement rule*. Incluso en ordenamientos contractualistas como el nuestro, acciones que a priori no tienen como objetivo la maximización del valor de los accionistas se puede encontrar bajo la protección de este precepto al poder relacionarse razonablemente con la valoración de la corporación en el largo plazo. Jill E. Fisch refleja un ejemplo de este tipo de situaciones a través del caso de la empresa *Dick’s Sporting Goods*⁶⁹. Esta empresa, tras el terrible tiroteo sucedido en un colegio de Florida en febrero de 2018, decidió cesar la venta de armas de fuego en algunos de sus establecimientos. El CEO de la empresa consideró que la compañía perdería alrededor de 250 millones de dólares, y declaró públicamente su indiferencia a este hecho, justificando la decisión como “*the right thing to do*”. A pesar de ello, quizás por el elemento moral de la decisión y la triste situación en la que se tomó, ningún accionista la impugnó. Y probablemente no hubieran tenido éxito aunque lo hubieran hecho, pues en retrospectiva vemos como la valoración de la empresa subió considerablemente a los pocos meses, llevando al CEO incluso a retirar la venta de armas de fuego de más establecimientos. Concretamente, en marzo de 2020 anunció la retirada de este tipo de armas de 440 tiendas adicionales. La cotización subió un 13%.

Estas situaciones se encuentran en el a menudo borroso límite entre aquellas acciones aparentemente “altruistas” a corto plazo que buscan un beneficio en el medio-largo plazo para la sociedad, y por tanto legítimas en los ordenamientos contractualistas, como podría ser mejorar las condiciones de trabajo de los empleados para aumentar la retención de talento o la imagen pública de la compañía, y las acciones en favor de terceros que no buscan un beneficio para la sociedad. Como se ha dicho, las primeras no

⁶⁹ Fisch, J. E., Solomon, S. D., "Should Corporations Have a Purpose?" *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper*, no. 20-22, 2020, pp. 133-134.

tienen ningún problema en un ordenamiento contractualista. Al contrario, la atención al largo plazo ha sido durante años fomentada por las disposiciones de buen gobierno corporativo. Por otro lado, acciones verdaderamente altruistas que no buscan ni reportan beneficio alguno a la sociedad son más discutibles. Véase por ejemplo el caso de un Consejo de Administración que decide donar de forma anónima un millón de euros a un fondo para la recuperación de Haití tras un terremoto. Al ser una donación anónima se excluye toda intención de mejorar la imagen pública de la compañía. Mediante este tipo de acciones, los administradores están utilizando recursos ajenos para fines propios, y poniendo un oportuno “deber moral” por encima del deber de lealtad a la sociedad. Este tipo de actuaciones no tienen cabida en una concepción contractualista del interés social, pues vulnera a todas luces el deber de lealtad del administrador, si bien casos menos extremos encuentran protección, incluso en sistemas contractualistas como el nuestro, en la *business judgement rule*. De ahí que determinados autores describan la protección de la discrecionalidad empresarial no solo como la eliminación de hecho del deber de diligencia, si no como el contrapeso absoluto a la doctrina del *shareholder model*⁷⁰, limitando la posibilidad de ejercer con éxito acciones sociales de responsabilidad.

Como se ha mencionado *supra*, el *stakeholder model* ofrece a los administradores un marco ciertamente cómodo en el que desarrollar sus funciones, todavía más allá que la *business judgement rule*. Si tienen la obligación de tener en cuenta multitud de intereses diferenciados, resulta sencillo encontrar una justificación válida a cualquier decisión, incluso aquellas en beneficio de los propios administradores, bajo la pretensión de estar favoreciendo los intereses de algún *stakeholder*.

Este argumento, defendido entre otros autores por Michael Jensen⁷¹, nos resulta verdaderamente relevante. De ser así, se aumentaría todavía más el aislamiento o la independencia del Consejo frente a los accionistas, y se dificultaría enormemente la rendición de cuentas del Consejo. Como se ha visto, esto reduciría la eficiencia económica de la empresa y perjudicaría a su capacidad de creación de valor, como resultado de peores decisiones empresariales por la relajación del estándar de conducta del Consejo.

⁷⁰ Smith, D. G., "The shareholder primacy norm", *op. cit.* p.280

⁷¹ Jensen, M. C., "Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function", *Journal of applied corporate finance*, vol. 14, n. 3, 8-21.

En conjunto, la empresa se encontraría en una situación peor respecto a sus competidores, dificultando su supervivencia en el largo plazo.

En definitiva, y teniendo en cuenta que son en su mayoría propios administradores los defensores del *stakeholder model*, no podemos sino destacar cómo el resurgimiento y el empuje que está experimentando el *stakeholder model* resulta una revisión del artículo de Friedman de 1970⁷², publicado en el *New York Times Magazine*, para mayor comodidad de los propios administradores, que encuentran en él una fácil salida a su rendición de cuentas ante los accionistas.

Frente a este intento de revisión, nos encontramos autores a los que se ha hecho referencia a lo largo de este trabajo, como Oliver Hart, Lucian Bebchuk, Roberto Tallarita o Luigi Zingales, que defienden la vigencia de los elementos de fondo del artículo de Friedman, si bien con las revisiones oportunas. Este último autor, en particular, sostiene que, aunque las empresas deben en efecto buscar la maximización del valor de los accionistas, no deben hacerlo de manera oportunista, a expensas de otros *stakeholders*⁷³. Esto supone en esencia una reformulación de Friedman, que decía que las empresas deben “ganar tanto dinero como sea posible, ajustándose siempre a las normas básicas de la sociedad, tanto las normas legales como las éticas”. Es culpa de la sociedad, dice Zingales, y no del modelo defendido por Friedman, que el nivel ético de las empresas se haya deteriorado hasta tal punto que no imponen limitaciones a su comportamiento oportunista más allá de las impuestas por su imagen pública.

⁷² *Vid.* pp. 8-9.

⁷³ Zingales, L., “Friedman’s Legacy: From Doctrine to Theorem”, *Promarket – The Publication of the Stigler Center at the University of Chicago Booth School of Business*, 2021 (disponible en <http://promarket.org/2020/10/13/milton-friedman-legacy-doctrine-theorem/>; última consulta 09/03/2021)

IV. CONCLUSIÓN

¿Cuál es el objetivo que las empresas deben perseguir?

El proceso de socialización presente en el más alto nivel de una parte de la administración empresarial es, tanto en nuestro país como en los de nuestro entorno, una realidad indiscutible. Independientemente de los motivos -altruistas o corporativos, según a qué lado le preguntes- que han propiciado esta tendencia, no cabe duda de que, como es habitual en nuestro sistema civilista continental, la realidad ha adelantado al Derecho. La inherente estabilidad y seguridad jurídica propia del sistema civilista, que desde mi punto de vista es una gran ventaja frente al anglosajón, se deforma inevitablemente cuando nuestras instituciones permiten que la realidad empresarial se aleje en tal forma del Derecho positivo.

Mientras que en el mundo anglosajón se comenzó a modificar el ordenamiento en la década de 1990 para dar cabida a esta nueva forma de administración social que trata de equilibrar los intereses del accionariado con los intereses de terceros, en España no se ha realizado dicha modificación. Como consecuencia, tal y como se ha visto a lo largo de este trabajo, la administración social basada en el *stakeholder model* tiene difícil encaje en nuestro país, al menos a la vista del ordenamiento vigente. Así, cualquier utilización de los recursos de la sociedad para otros fines que no sea el interés social contractualista, es decir, la suma del interés de los socios, que no esté expresamente permitida por los estatutos de la sociedad, puede llegar a entenderse contraria al deber de lealtad y diligencia propios de sus administradores, con las graves consecuencias que ello puede producir por la vía del ejercicio de las acciones sociales de responsabilidad.

La figura de las *Benefit Corporations* anglosajonas, sociedades cuyos estatutos ordenan expresamente la toma en consideración de otros intereses más allá de los socios, se presenta como una posible solución práctica y sencilla. Ahora bien, como toda modificación de los estatutos, ha de ser consentida por los socios, lo que se plantea difícil teniendo en cuenta la naturaleza del cambio propuesto. No obstante, la dificultad de su incorporación a los estatutos no justifica su modificación por la vía de hecho por parte de los administradores, pues no debemos olvidar que los socios son los titulares de la sociedad, y los que asumen el riesgo con su capital aportado.

En conclusión, el distanciamiento entre nuestro ordenamiento y la realidad empresarial ha de ser resuelto de forma urgente, ya sea apostando por incorporar este nuevo modelo de administración a nuestro ordenamiento, ya sea asegurando el cumplimiento de la normativa actual de forma más estricta, evitando lo que tras el análisis de la regulación vigente es un claro abuso a los socios por parte de los administradores. La incertidumbre y el *middle ground* normativo actual, precisamente lo que nuestro sistema civilista debe evitar, perjudica nuestro tejido empresarial, desalienta a los inversores internacionales, y aumenta los costes de agencia de las sociedades españolas, castigando su productividad y perspectivas de éxito.

Desde nuestro punto de vista, la modificación de nuestro ordenamiento para dar cabida al *stakeholder model* tendría más aspectos negativos que positivos, además de generar una gran incertidumbre e inseguridad jurídica a largo plazo, tal y como se ha visto a lo largo de este trabajo. Estas consecuencias negativas son inaceptables en una parte de nuestra economía tan relevante como son las Corporaciones, cuyo correcto y eficiente funcionamiento es un bien tan necesario para nuestra sociedad, lo que nos lleva a rechazar su incorporación a nuestro ordenamiento.

Ahora bien, que se rechace este modelo de administración no implica negar la necesidad de proteger los elementos más vulnerables de nuestra sociedad, como los trabajadores, el medioambiente, o las comunidades locales, sino únicamente rechazar esta vía de protección, por considerarla ineficiente e incluso contraproducente. En cambio, creemos que la protección de los intereses señalados es y debería seguir siendo competencia del Estado, que debe asegurarla a través de una adecuada legislación y una mejor y más eficiente utilización de los impuestos recaudados a la población.

El fortalecimiento de la normativa en materia medioambiental y laboral -no necesariamente su endurecimiento, sino su eficiencia, flexibilidad y aplicabilidad- sería, a nuestro juicio, mucho más adecuado para la protección y el progreso de nuestra sociedad, que la instauración del *stakeholder model* en nuestro ordenamiento.

BIBLIOGRAFÍA

Legislación

- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
- Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 (Directiva sobre reestructuración e insolvencia).
- U.K. Companies Act, 2006, c. 46 § 172

Jurisprudencia española

- Sentencia del Tribunal Supremo, 120/1991, de 19 de febrero de 1991, [versión electrónica, base de datos Cendoj, Id Cendoj: 28079110011991101476]. Fecha de la última consulta: 20 de octubre de 2020
- Sentencia del Tribunal Supremo, núm. 825/1998, de 18 de septiembre de 1998, [versión electrónica, base de datos Aranzadi, RJ 1998\6545]. Fecha de la última consulta: 13 de enero de 2021.
- Sentencia del Tribunal Supremo, núm. 193/2000, de 4 de marzo de 2000, [versión electrónica, base de datos El Derecho, EDJ 2000/3645]. Fecha de la última consulta: 13 de enero de 2021.
- Sentencia del Tribunal Supremo, núm. 873/2011, de 7 de diciembre de 2011, [versión electrónica, base de datos El Derecho, EDJ 2011/337676]. Fecha de la última consulta: 13 de enero de 2021.

- Sentencia del Tribunal Supremo, núm. 991/2011, de 17 de enero de 2012, [versión electrónica, base de datos El Derecho, EDJ 2012/43915]. Fecha de la última consulta: 13 de enero de 2021.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado, 5 de julio de 1982, [versión electrónica, base de datos Aranzadi, RJ 1982\4675]. Fecha de la última consulta, 20 de octubre de 2020.
- Resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, 17 de diciembre de 2020, [versión electrónica, base de datos Aranzadi, RJ 2020\5448]. Fecha de la última consulta, 4 de marzo de 2021.

Jurisprudencia extranjera

- Sentencia del Tribunal Supremo de Estados Unidos, caso “Dodge vs. Ford Motor Co.” 1919.
- Sentencia de la Sala Comercial de la Cour de Cassation de 27 de febrero de 1996
- Sentencia de la Sala Comercial de la Cour de Cassation de 24 de febrero de 1998

Obras Doctrinales

- American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, American Law Institute Publishers, MN, p. 55
- Alonso Ledesma, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente”, en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea: Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Ed. Civitas, Madrid, 1991, p. 39
- Alonso Ureba, A., El gobierno de las grandes empresas (reforma legal versus códigos de conducta), en Esteban Velasco, G., (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid, 1999, pp. 105-106

- Baums, T., y Scott, K. E., “Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany”, *American Journal of Comparative Law*, vol. 53, n. 1, 2005, pp. 31-76.
- Bayón, P. S., “El concepto de interés social en el derecho societario español: las teorías contractualistas e institucionalistas a debate” en Lázaro González, I.E y Molina, A. (Dirs.), *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Don José María Castán Vázquez*, Editorial Reus, 2019, pp. 491-512.
- Bebchuk, L. A., y Tallarita, R., “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, *Cornell Law Review*, vol. 106, 2020, pp. 91-178
- Bebchuk, L. A., “The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value”, *Columbia Law Review*, vol. 113, no. 6, 2013, pp. 1637-1694.
- Bottenberg, K., Tuschke, A., y Flickinger, M., “Corporate governance between shareholder and stakeholder orientation: Lessons from Germany”, *Journal of Management Inquiry*, vol. 26, n. 2, 2017, pp. 165-180.
- Clark, R., “Agency costs versus fiduciary duties”, en J.W. Pratt y R.J. Zeckhauser (Eds.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press., 1985, pp. 55-79
- Cohen, B. S., “Corporate Governance for the Entrepreneur”, *ST. JOHN'S L. REV.*, vol. 71, 1997, pp. 125-130.
- Cohn, S. R., “Demise of the Director's Duty of Care: Judicial Avoidance of Standards and Sanctions Through the Business Judgment Rule”, *Texas Law Review*, vol. 62, n. 4, 1983.
- Cox, J. D., y Thomas, S R., "Delaware's Retreat: Exploring Developing Fissures and Tectonic Shifts in Delaware Corporate Law." *Del. J. Corp. L.*, vol. 42, 2017, pp. 323-389.

- Embid Irujo, J. M., y del Val Talens, P., “La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law”, *Colección de Derecho Privado, Boletín Oficial del Estado*, vol. 7, 2016.
- Fisch, J. E., Solomon, S. D., "Should Corporations Have a Purpose?" *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper*, no. 20-22, 2020, pp. 133-134.
- Freeman, R. E., and Reed, D. L., "Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance." *California management review*, vol. 25, n. 3, 1983, pp. 88-106.
- Freeman, R. E., “A stakeholder theory of the modern corporation”, *Perspectives in Business Ethics* *Sie*, vol. 3, n. 144, 2001, pp.38-48.
- Friedman, M., “The social responsibility of business is to increase its profits”, en Zimmerli W.C., Holzinger M., Richter K. (eds.), *Corporate ethics and corporate governance*), Springer, Berlin, Heidelberg, 2007, pp. 173-178.
- Galgano, F., “El concepto de persona jurídica”, *Revista Derecho del Estado*, 2004, n.16, p. 14.
- Gartenberg, C., y Sarafeim, G., “Corporate Purpose in Public and Private Firms”, *Harvard Business School Working Paper*, no. 20-024, 2019.
- Hart, O., y Zingales, L., "Companies should maximize shareholder welfare not market value." *Journal of Law, Finance and Accounting*, vol. 2, 2017, pp. 247-275.
- Henderson, R., “Innovation in the 21st Century: Architectural change, purpose, and the challenges of our time”, *Management Science (próximamente)*, 2021.

- Ho, V. H., “Enlightened shareholder value: Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide”, *J. Corp. L.*, vol. 36, 2010, pp. 77-80.
- Jensen, M. C., “Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function”, *Journal of applied corporate finance*, vol. 14, n. 3, 8-21
- Lawrence M. E., "Theoretical and practical framework for enforcing corporate constituency statutes." *Tex. L. Rev*, vol. 70, 1991, 579.
- Macey, J. R., "A close read of an excellent commentary on Dodge v. Ford", *Virginia Law & Business Review*, vol. 3, n. 1, 2008, pp. 177-190.
- Marcoux, A., “A Fiduciary Argument Against Stakeholder Theory”, *Business Ethics Quarterly*, vol. 13, n. 1, pp. 1-24.
- Marens, R., y Wicks, A., “Getting real: Stakeholder theory, managerial practice, and the general irrelevance of fiduciary duties owed to shareholders.” *Business Ethics Quarterly*, vol 9, n. 2, 1999, pp. 273-293.
- Mayer, C., “Prosperity: better business makes the greater good”, *Oxford University Press*, 2018, *apud* Burg, R., “Review of Prosperity: Better Business makes the Greater Good, by Colin Mayer”, *Oxford: Oxford University Press*, 2018, p. 218.
- Mayer, C., “The Future of the Corporation and the Economics of Purpose”, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 710/2020*, *Journal of Management Studies* (próximamente), 2021.
- Orts, E.W., “Beyond shareholders: Interpreting corporate constituency statutes”, *George Washington Law Review*, vol. 61, n. 1, pp. 14-135.
- Paz-Ares, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 39, 2015, pp. 54-64.

- Paz-Ares, C. “La Ley, El Mercado Y El Gobierno De Las Sociedades”, *IUS ET VERITAS*, Vol. 12, n. 24, 2002, pp. 139-148

- Ramos, M. E., “Responsabilidad social corporativa en el contexto del buen gobierno. Interés social y comportamiento del órgano de administración. Especial atención al caso portugués”, en AA. VV., Pérez Carrillo, E. F. (coord.), Fernández-Albor Baltar, Á. (dir.), *Empresa responsable y crecimiento sostenible: aspectos conceptuales, societarios y financieros*, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2012, p. 122.

- Rock, E. B., “For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose”, *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 515/2020*, NYU School of Law, Public Law Research Paper No. 20-16, 2020, p. 19

- Ronnegard, D. y Smith, C., “Shareholder Primacy vs. Stakeholder Theory: The Law as Constraint and Potential Enabler of Stakeholder Concerns”, *INSEAD Working Paper No. 2018/15/ATL/Social Innovation Centre*, 2018, disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3165992>

- Ruiz-Tagle, M. Z., y Echeverría, I. A., “Interés Social, Deber de Lealtad de los Directores y Conflictos de Interés en Empresas Multinacionales: Un análisis comparado con la legislación de los Estados Unidos de América”, *Revista chilena de Derecho*, vol. 31, 2004, pp. 239-268.

- Sánchez-Calero Guilarte, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa” en Fernando Rodríguez, A. (coord.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Editorial Aranzadi, S.A., Navarra, 2006, pp. 39 y ss., 851-913.

- Santonja, A. O., y Borges, A. M., *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*, Marcial Pons, Barcelona, 2005.

- Serra, C., “O novo Direito das Sociedades: para uma governação socialmente responsável”, cit., p. 158. Ramos Pérez, M. E., “Responsabilidad social corporativa en el contexto del buen gobierno. Interés social y comportamiento del órgano de administración. Especial atención al caso portugués”, en AA. VV., Fernández-Albor Baltar, Á. (dir.), Pérez Carrillo, E. F. (coord.), *Empresa Responsable y Crecimiento Sostenible: Aspectos Conceptuales, Societarios y Financieros*, Cizur- Menor (Navarra), Aranzadi, 2012, p. 120

- Schmidt, D., *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Joly, 1999.

- Smith, D. G., "The shareholder primacy norm", *The Journal of Corporation Law*, vol. 23, n. 2, 1998, p. 280.

- Skadden, “Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.”, *Skadden Newsletter*, n. 16, Febrero, 2011. (disponible en http://www.skadden.com/newsletters/Air_Products_Chemicals_Inc_v_Airgas_Inc.pdf; última consulta 26/10/2020)

- Velasco San Pedro, L. A., *El gobierno de las sociedades cotizadas (corporate governance) en España: el Informe Olivencia en Derecho de sociedades*, McGraw Hill, Madrid, 2002, p. 3.015.

- Velasco, G. E., *Responsabilidad social corporativa: aspectos jurídico-económicos*, Publicacions de la Universitat Jaume I, Castellón de la Plana, 2005.

- Zingales, L., “Friedman’s Legacy: From Doctrine to Theorem”, *Promarket – The Publication of the Stigler Center at the University of Chicago Booth School of Business*, 2021 (disponible en <http://promarket.org/2020/10/13/milton-friedman-legacy-doctrine-theorem/>; última consulta 09/03/2021)

Recursos de Internet

- Aziz, A., “The Power of Purpose: How Conscious Capitalism Is Helping Shape the New Paradigm For Business, *Forbes*, 5 de septiembre de 2019 (disponible en <https://www.forbes.com/sites/afdhelaziz/2019/09/05/the-power-of-purpose-how-conscious-capitalism-is-helping-shape-the-new-paradigm-for-business/#3560595679eb>; última consulta 03/03/2021)
- Business Roundtable, Statement on Corporate Responsibility, Business Roundtable, 1981.
- Business Roundtable, Statement on Corporate Governance, Business Roundtable, 1997, p. 1.
- Código de Buen Gobierno, Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, 1998, p. 18
- Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2015, p. 25
- Editorial Board, “Business Must Act on a New Corporate Purpose”, *Financial Times*, 19 de agosto de 2019 (disponible en <https://www.ft.com/content/3732eb04-c28a-11e9-a8e9-296ca66511c9>; última consulta 03/03/2021)
- Susman, S., “You’re Going to Need a Cleanse: How Pfizer’s Sally Susman Was Criticized for Choosing a Corporate Career”, *NBC News*, 15 de Agosto de 2019 (disponible en <https://www.nbcnews.com/know-your-value/feature/you-re-going-need-cleanse-howpfizer-s-sally-susman-ncna1045551>; última consulta 03/03/2021)