

LAS CLÁUSULAS DE REEMBOLSO DE LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS (CLAWBACKS) EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Paula del Val Talens

*Investigadora en formación MINECO
Universidad de Valencia*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Javier GÓMEZ GÁLLIGO, don Fernando CALBACHO LOSADA, don Carlos CALVO CALVO, doña Matilde CUENA CASAS y don Claudio RAMOS RODRÍGUEZ.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

EXTRACTO

En las sociedades cotizadas, los esquemas retributivos de los consejeros incorporan conceptos de naturaleza variable, referenciados tanto a corto como a largo plazo, que se calculan con arreglo a parámetros o índices de referencia (el desempeño, el valor de cotización de las acciones u otros resultados). Es posible que, una vez satisfecho el concepto, las circunstancias obliguen a revisar tales parámetros y se constate que el beneficiario ha percibido un exceso retributivo. Los acuerdos contractuales con los consejeros pueden incorporar cláusulas de reembolso o restitución, conocidas como *clawbacks*, que facultan a la sociedad a recuperar el importe indebidamente satisfecho. El presente estudio analiza la generalización de la obligación de difundir información sobre la posibilidad de reclamar el reembolso de la retribución variable entre las sociedades cotizadas en Europa y Estados Unidos, y que ahora se recoge en la recomendación 63 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. De esta forma, el regulador adopta un modelo basado en el principio *comply or explain* al remitir la cuestión al informe anual de gobierno corporativo, pero decantándose expresamente por la opción contractual. Esta vía representa solo uno de los cauces a través de los que la sociedad puede recuperar tales importes. Por este motivo, se valoran otras alternativas de política jurídica (mecanismos legales de retención y restitución), así como la coordinación de las *clawbacks* contractuales con los remedios societarios clásicos (acciones de responsabilidad e impugnación de acuerdos sociales).

Palabras claves: retribución, sociedad cotizada, *clawbacks*, restitución y conceptos variables.

Fecha de entrada: 30-04-2015 / *Fecha de aceptación:* 30-06-2015

EXECUTIVE COMPENSATION CLAWBACKS IN PUBLIC LISTED COMPANIES

Paula del Val Talens

ABSTRACT

Executive compensation schemes in public listed companies generally include both long and short-term incentive and performance-based components. If the performance or financial metrics upon which incentive-based compensation is determined are adjusted or otherwise reviewed, it may be revealed that the executive has been erroneously awarded an excess-pay. Executive contracts may include specific clauses, also known as clawbacks, which allow the company to recover the erroneously paid amount. This paper explores the underlying reasons for the generalization of a disclosure requirement on clawback policies among public listed companies both in Europe and the United States, which is now expressly foreseen in recommendation 63 of the Spanish Corporate Governance Code. The Spanish regulator adopts a «comply or explained» based model referring the issue to the annual corporate governance report, but expressly inclines towards the contractual mechanism. This is, hence, only one of the ways through which recovery can be achieved. Therefore, we analyse other policy alternatives, such as legal retention (holdback) and restitution (clawback) mechanisms, as well as the coordination of contractual clawbacks with more traditional corporate law mechanisms (liability or derivative suits and actions challenging majority decisions).

Keywords: compensation, public listed companies, clawback, restitution and incentive-based compensation.

Sumario

- I. Introducción: Mecanismos *malus* y *clawback* como garantía *ex post* de una adecuada retribución en sociedades cotizadas
 1. El exceso retributivo típico de las cláusulas de reembolso (*clawbacks*)
 2. Adecuación de las *clawbacks* a los rasgos tipológicos de la sociedad cotizada
 3. Adecuación de las *clawbacks* al modelo de capital con núcleos accionariales de control
- II. Alternativas de política jurídica frente al reconocimiento y abono de retribuciones inadecuadas
 1. Mecanismos legales de retención, reducción y restitución de la retribución
 2. La ordenación (para-)normativa por remisión
- III. Contexto jurídico-comparado de la generalización de las *clawbacks*
 1. Primera fase: Previsiones específicas para entidades financieras y entidades con intervención pública en Europa y Estados Unidos
 2. Segunda fase: La generalización a todas las sociedades cotizadas
- IV. Las *clawbacks* en el Derecho español de sociedades cotizadas: La recomendación 63 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas
 1. Justificación de la recomendación y valoración crítica
 2. Las *clawbacks* como cláusulas contractuales de reembolso de la retribución
- V. La coordinación con los remedios legales societarios
 1. La impugnación de acuerdos sociales
 2. Las acciones de responsabilidad frente a los administradores sociales
- VI. Reflexiones conclusivas

NOTA: Ayudas para Contratos Predoctorales para la Formación de Doctores, Ministerio de Economía y Competitividad/FSE, Convocatoria 2014. Proyecto DER2013-44438-P, «La renovación tipológica en el Derecho de sociedades contemporáneo», cuyo investigador principal es el profesor José Miguel EMBID IRUJO.

I. INTRODUCCIÓN: MECANISMOS *MALUS* Y *CLAWBACK* COMO GARANTÍA *EX POST* DE UNA ADECUADA RETRIBUCIÓN EN SOCIEDADES COTIZADAS¹

Las deficiencias del régimen jurídico de la retribución de los consejeros de las sociedades cotizadas se explican, en buena medida, por la ausencia durante largo tiempo, tanto en nuestro Derecho como en otros ordenamientos jurídicos, de un núcleo de disposiciones normativas específicas para esta forma social² que paliara la relativa propensión a prácticas cuestionables (la determinación de la remuneración por los propios consejeros en manifiesto conflicto de interés o la manipulación de componentes retributivos de naturaleza variable). Lo anterior, de especial

¹ Abreviaturas más utilizadas: *AG* = *Die Aktiengesellschaft* (Revista); *AktG* = *Aktiengesetz* de 1965; *ARRA* = *American Recovery and Reinvestment Act*; *Brooklyn J. Int'l L.* = *Brooklyn Journal of International Law*; *Bus. Law.* = *The Business Lawyer*; *CC* = Código Civil; *CBGSC* = Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas; *CEO* = chief executive officer; *CFO* = chief financial officer; *EBOR* = *European Business Organization Law Review*; *ECFR* = *European Company and Financial Law Review*; *EESA* = *Emergency Economic Stabilization Act*; *FEUGC* = Foro Europeo de Gobierno Corporativo; *GesKR* = *Zeitschrift für Gesellschafts und Kapitalmarktrecht*; *IARCSC* = Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros de las Sociedades Cotizadas; *ISS* = *Institutional Shareholder Services*; *J. Corp. L.* = *Journal of Corporation Law*; *LSC* = Ley de Sociedades de Capital; *Minn. L. Rev.* = *Minnesota Law Review*; *Minn. L. Rev. Head.* = *Minnesota Law Review Headnotes*; *NZG* = *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*; *OR* = *Obligationenrecht* (Código de las obligaciones suizo); *PD / Propuesta de Directiva* = Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2014, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial; *RDBB* = *Revista de Derecho, Bancario y Bursátil*; *RDM* = *Revista de Derecho Mercantil*; *RDMV* = *Revista de Derecho del Mercado de Valores*; *RdS* = *Revista de Derecho de Sociedades*; *rec.* = recomendación; *SEC* = *Securities and Exchange Commission*; *SOX* = *Sarbanes-Oxley Act* de 2002; *TARP* = *Troubled Asset Relief Program*; *VorstAG* = *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*; *WM* = *Wertpapier Mitteilungen. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*; *Yale J. on Reg.* = *Yale Journal on Regulation*; *ZGB* = *Zivilgesetzbuch* (Código civil suizo); *ZHR* = *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*.

² La ausencia de un núcleo normativo propio ha sido identificado como uno de los principales problemas de esta forma social. Por todos, GIRÓN TENA, J.: «Las reformas varias, pendientes y andantes, de la Sociedad Anónima en España», *La Ley*, 1 (1989), págs. 923-942, en concreto, págs. 930-931; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.: *Derecho de sociedades*, vol. I, Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, págs. 1.000-1.002. En la actualidad, el marco jurídico-societario en materia de retribución de los consejeros de las sociedades cotizadas está representado por las disposiciones generales aplicables a todas las sociedades de capital contenidas en los artículos 217 a 219 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital a las que hay que añadir las disposiciones específicas para la forma cotizada (arts. 529 sexdecies a 529 octodecies LSC) incorporadas al texto legal con ocasión de la reforma operada por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, que deben en todo caso ser completadas con las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas en su versión revisada de 2015.

notoriedad con motivo de la crisis económica, ha revelado la necesidad de intensificar los controles sobre la remuneración que se reconoce a favor de los consejeros de sociedades cuyos valores son admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales; y, al mismo tiempo, ha situado la cuestión retributiva en el foco de atención del movimiento de *corporate governance* que, como es sabido, estudia los procesos y mecanismos de gestión y dirección de las organizaciones empresariales. Lo anterior explica la variedad de propuestas, normativas y de *softlaw* que desde multitud de instancias (organismos supranacionales, así como legisladores y reguladores nacionales) aspiran a racionalizar el tratamiento jurídico de la retribución³.

Como resultado, en las últimas décadas se ha desarrollado una gama ciertamente amplia de mecanismos de naturaleza diversa, dirigidos a garantizar la *adecuación* del régimen retributivo de los administradores, aunque no solo en esta concreta forma social. Entre ellos, destaca la incorporación a las legislaciones nacionales de principios generales en la materia –verificado en el caso español a través del art. 217.4 LSC– o el auge del conocido como *sayonpay*, basado en el sometimiento de la política de retribuciones, así como del informe anual de remuneraciones de los consejeros con carácter consultivo o vinculante a la Junta general. En este segundo caso, el legislador español ha establecido el voto vinculante de este órgano sobre la política de remuneraciones, como mínimo, cada tres años (art. 529 novodecies.1 LSC), instituyendo solo una votación consultiva de la Junta general ordinaria sobre el informe anual de remuneraciones (art. 541.4 LSC). Esta tendencia se ve igualmente reflejada en la multiplicación de las recomendaciones de gobierno corporativo dedicadas a la cuestión.

A grandes rasgos, es posible ensayar una clasificación que distinga los mecanismos de naturaleza *ex ante*, entendidos como aquellos que procuran garantizar la corrección del procedimiento a través del que se establece la retribución de los consejeros, de los controles o remedios de tipo *ex post*⁴. Los primeros recogerían las normas sobre el reparto competencial entre órganos en materia de retribución, incluidas las disposiciones destinadas a lidiar con los conflictos de interés, así como las normas de transparencia, a las que se atribuye una función esencialmente preventiva⁵. Los mecanismos *ex post* se dirigen a remediar los supuestos en que, pese a la previsión de

³ Para comprobar este extremo basta repasar la relación de recomendaciones de la Unión Europea en la materia –desde la 2004/913/CE, de 14 de diciembre, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en Bolsa, la 2005/162/CE, de 15 de febrero, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores o la Recomendación 2009/385/CE, de 30 de abril que complementa las dos anteriores–, las sucesivas revisiones de las recomendaciones españolas en materia de gobierno corporativo o el contexto en el que se inscribe la generalización de las *clawback* (véase *infra* III).

⁴ Una propuesta de clasificación en este sentido ha sido acogida por MALACRIDA, R. y SPILLMANN, T.: «Payback Time?», *GesKR*, 4 (2008), págs. 345-358, en particular, pág. 348, o FRIED, J. M. y SHILON, N.: «Excess-Pay Clawbacks», *J. Corp. L.*, 36 (2011), págs. 722-751, en concreto, pág. 749.

⁵ BEBCHUK, L. y FRIED, J.: *Pay without performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004, pág. 195, señalan los riesgos de que los controles sean de naturaleza exclusivamente formal o procedimental.

controles *ex ante*, el consejero ha percibido o, simplemente, se ha devengado a su favor una retribución inadecuada por adolecer de cierto exceso cuantitativo. En esta categoría se sitúan todos los diseñados para corregir aquellas desviaciones ocasionadas como consecuencia de fallos en los mecanismos *ex ante*, bien por concurrir faltas de diligencia o lealtad en los sujetos responsables del procedimiento de fijación de la retribución, del propio perceptor o que se produzcan como consecuencia de circunstancias del devenir empresarial. Si hasta ahora los esfuerzos más notables se han encaminado a robustecer los controles de carácter *ex ante*, hoy asistimos al desarrollo de los mecanismos que inciden en la materia una vez acordada la retribución a favor del consejero, y en particular, de aquellos orientados a impedir la retención por su parte de retribuciones inadecuadas, tales como la reducción, la limitación de conceptos ya devengados o la restitución a la sociedad de la retribución indebidamente satisfecha.

1. EL EXCESO RETRIBUTIVO TÍPICO DE LAS CLÁUSULAS DE REEMBOLSO (CLAWBACKS)

En las sociedades cotizadas, los paquetes retributivos de los consejeros combinan conceptos de naturaleza fija con variedad de emolumentos de tipo variable. Aunque esta clase de conceptos no es exclusiva de la forma social que nos ocupa (*ex art. 217 LSC*), el modo en que se articulan, referenciándose a parámetros o índices de diverso tipo, tales como el valor de cotización de las acciones o los resultados empresariales (individuales o del grupo)⁶ y la incidencia de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas nos sitúan ante una disciplina con entidad propia, que plantea problemas distintos de los que se manifiestan en sociedades cerradas.

En contraste con las asignaciones de naturaleza fija, entendemos por concepto de retributivo variable aquel cuyo cálculo depende de un parámetro o índice y un plazo de referencia. A estos efectos, la enumeración ejemplificativa del artículo 217.2 de la LSC no resulta especialmente ilustrativa por cuanto distingue entre la retribución variable con indicadores o parámetros generales de referencia [art. 217.2 d) LSC], de la remuneración en acciones o vinculada a su evolución [art. 217.2 e) LSC] que también merecería, a estos efectos, la calificación de *variable*. Por consiguiente, al referirnos a esta categoría, englobamos la totalidad de conceptos cuyo devengo se condicione a un parámetro o indicador de referencia, incluidos aquellos conceptos vinculados a la evolución de la cotización o satisfechos en acciones o en derechos sobre aquellas⁷. Ante la posibilidad de que los parámetros de referencia sean revisados o recalculados tras el devengo o el abono, es en relación con tales conceptos retributivos con los que se produce el riesgo de incurrir en un exceso a favor del consejero beneficiario. Delimitados los perfiles de los conceptos

⁶ Así lo describe el IARCSC 2013, págs. 14-18.

⁷ Siendo el resultado operativo o el retorno total para el accionista, junto a la revalorización de la acción y la generación de *cash-flow* los indicadores más frecuentemente empleados por los esquemas retributivos de las sociedades cotizadas españolas, de acuerdo con el IARCSC 2013, pág. 27.

variables, estos pueden, a su vez, ser clasificados según su plazo de referencia; hablamos de conceptos a corto plazo cuando el lapso temporal del que depende su cálculo sea inferior o igual a un año, refiriéndonos en otro caso a emolumentos referenciados a largo plazo⁸.

Por otra parte, el riesgo de que la sociedad abone una retribución excesiva puede verse notablemente reducido si el pago efectivo de una parte relevante de la retribución variable se difiere en el tiempo con respecto a la fecha en que el concepto es devengado (rec. 59 CBGSC). La técnica del diferimiento es habitual en esquemas de retribución basados en el desempeño del beneficiario (*pay for performance*)⁹ y a la vez, en tanto el desempeño requiere un plazo para ser evaluado, actúa como mecanismo de prevención de retribuciones incorrectas. En efecto, al retrasar en el tiempo el pago se amplían las posibilidades para la sociedad de revisar la adecuación del importe a los auténticos resultados o a datos definitivos sobre los parámetros de referencia no susceptibles de revisión. Cuando el exceso ha sido efectivamente devengado a favor del consejero, pero no abonado, la posible facultad de retención de la retribución por parte de la sociedad es conocida con el nombre de *malus*, o *holdback* en la literatura anglosajona. Por último, una vez la retribución ha sido abonada, la disposición que habilita a la sociedad a obtener su restitución recibe el nombre de *clawback*¹⁰.

La naturaleza jurídica del mecanismo que permite la retención o la devolución del exceso retributivo no es unívoca, siendo varias las alternativas posibles. Con carácter general, cada ordenamiento jurídico dispone de cauces que, con mayor o menor efectividad, permiten lograr la devolución o retención de conceptos indebidamente satisfechos. Desde esta perspectiva, el reembolso puede ser articulado a través de las normas generales en materia de obligaciones, especialmente, recurriendo a las acciones generales de restitución en aquellos ordenamientos en los que se conocen (principalmente los germánicos, pero no así los de influencia francesa). Igualmente admisible es el recurso a los cauces específicamente societarios, a fin de dejar sin efecto los acuerdos sociales correspondientes o lograr la reintegración del patrimonio declarando la responsabilidad de los administradores, aunque ello requiere, en todo caso, la concurrencia de sus presupuestos. En nuestro ordenamiento, estos últimos han permitido retener o recuperar importes indebidamente satisfechos a los administradores, pero, por las razones que se irán desgranando, en el contexto actual parece que no constituyen la vía más adecuada para instar la recuperación del exceso retributivo típico de las *clawbacks*. En cambio, se acentúa la tendencia hacia el tratamiento contractual de la reclamación de tales importes, que tiene cabida en nuestro ordenamiento jurídico al amparo del artículo 1.255 del CC. Esta posibilidad es acogida expresamente por el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, cuya recomendación 63 insta a las sociedades a incorporar

⁸ Distinción recogida también por el IARCSC 2013, págs. 17-18.

⁹ La separación temporal entre el devengo y el abono es una de las propuestas típicas de BEBCHUK, L. y FRIED, J.: *Pay without performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, cit., pág. 191.

¹⁰ CHERRY, M. A. y WONG, J.: «Clawbacks: Prospective contract measures in an era of excessive executive compensation and ponzi schemes», *Minn. L. Rev.*, 94 (2009-2010), págs. 368-428, en concreto, pág. 371, las definen como la herramienta que permite recuperar beneficios conferidos con título, pero cuya recuperación puede después instarse por producir lo contrario un resultado contrario a justicia (*unfairness*).

a los acuerdos contractuales con los consejeros cláusulas que las faculten a reclamar el reembolso de los componentes variables (*clawbacks*) cuando el pago no haya estado ajustado al rendimiento o hayan sido abonados atendiendo a datos cuya inexactitud se acredite con posterioridad.

2. ADECUACIÓN DE LAS *CLAWBACKS* A LOS RASGOS TIPOLÓGICOS DE LA SOCIEDAD COTIZADA

De acuerdo con el planteamiento descrito, el exceso retributivo que se pretende recuperar a través de mecanismos *clawback* no se verifica con igual intensidad en sociedades cerradas, al estar vinculado a conceptos retributivos variables, referenciados a parámetros oscilantes. Ello no significa que en ellas no se detecten problemas relacionados con excesos retributivos, incluso relativos a conceptos de naturaleza variable, sino que la tipología conflictual en sociedades cerradas es distinta y, a menudo, se asocia a problemas intrasocietarios entre grupos o bloques de socios que los mecanismos estrictamente societarios (impugnación de acuerdos sociales y acciones de responsabilidad) resuelven adecuadamente¹¹. La virtualidad de estos remedios tiene que ver con el mayor volumen de capital que, proporcionalmente, concentran los socios ajenos a la gestión en sociedades cerradas, lo que les otorga legitimación activa para enfrentar las decisiones del núcleo de control o del órgano administrativo¹². Además, estos supuestos suelen ir vinculados a incumplimientos de deberes fiduciarios por parte de los beneficiarios de la retribución, que pueden ser atacados mediante acciones de responsabilidad, o acordados en abuso de mayoría, lo que permite la impugnación con fundamento en el artículo 204.1.2.º de la LSC.

En contraste, el exceso retributivo que las cláusulas *clawbacks* y *malus* pretenden paliar no se deriva necesariamente de comportamientos desleales, incluso siquiera negligentes de los consejeros beneficiarios, sino de previsiones excesivamente optimistas en la valoración de su desempeño o de meros errores de cálculo de los parámetros referencia o de los conceptos definitivamente reconocidos. La afirmación anterior no debe entenderse en sentido categórico, pues son conocidos casos en los que el exceso en la retribución de consejeros de grandes sociedades abiertas

¹¹ Antes de la reforma que incorporara al artículo 217.4 de la LSC los principios inspiradores en materia de retribución, los tribunales habían manejado el criterio de la situación de la empresa y el principio de proporcionalidad, para estimar acciones de impugnación de acuerdos sociales –STS (Sala de lo Civil, secc. 1.ª, núm. 165/2004, de 5 marzo (NCJ039912)– y de responsabilidad de los administradores –STS (Sala de lo Civil, secc. 1.ª, núm. 391/2012, de 25 de junio (rec. núm. 348/2010)– frente a retribuciones societarias. En este tipo de sociedades, en ocasiones se emplea la retribución como forma de detracción de ingresos con el fin de asfixiar económicamente al socio minoritario. Sobre la retribución como instrumento de abuso mayoritario, MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F.: «Opresión de la minoría STS 1.ª de 5 de marzo de 2009 (RJ 2009, 1629)», *RdS*, 34 (2010), págs. 331-346.

¹² Comparte esta visión KALSS, S.: «Shareholder suits: Common problems, different solutions and first steps towards a possible harmonisation by means of a European Model Code», *ECFR*, 2&3-6 (2009), págs. 324-347, en concreto, pág. 345.

derivaba de manipulaciones de los índices de referencia¹³. Además, como se tendrá oportunidad de analizar, a medida que se generalizan las *clawbacks* contractuales, es cada vez más habitual que estas recojan también los supuestos de incumplimiento de deberes por parte del consejo¹⁴. Por otra parte, es preferible que el riesgo de manipulación de la retribución variable sea atajado por medio de controles y previsiones *ex ante*, incluida la técnica del diferimiento, de forma que los mecanismos de restitución resultarán de aplicación solo cuando aquellos hubieran fallado o resultado insuficientes.

En el caso de las sociedades cotizadas, el establecimiento de controles de ambos tipos (*ex ante* y *ex post*) debe cohonstar el necesario respeto a la autonomía de la voluntad social¹⁵ con el riesgo de lesión de intereses de los socios ajenos al núcleo de control (socios externos). El primero de los elementos explica el rechazo generalizado a los mecanismos de restricción cuantitativa¹⁶, admitiéndose, sin embargo, cuando tienen un fundamento cualitativo (por ejemplo, la limitación de la retribución por participación en beneficios *ex art.* 218 LSC). El segundo de ellos obliga a tomar en consideración que, en la mayoría de casos, las posibilidades de intervención de los socios ajenos al control en materia de retribución se limitan a la aprobación de la política de remuneraciones, así como a pronunciarse de manera consultiva sobre el informe anual de remuneraciones.

3. ADECUACIÓN DE LAS *CLAWBACKS* AL MODELO DE CAPITAL CON NÚCLEOS ACCIONARIALES DE CONTROL

Los riesgos asociados a las estructuras de capital concentrado, dominadas por un grupo accionarial de control, en torno al cual pivota cierto número de socios-inversores (cada vez más,

¹³ Entre los más conocidos se encuentra el escándalo del *backdating* en Estados Unidos, consistente en manipular la fecha de referencia de la opción sobre la acción, escogiendo el día en que la cotización fuera más baja para que el beneficiario obtuviera el derecho al precio más bajo (y ventajoso) posible, extrayendo un margen superior por la venta posterior de su acción o de sus derechos sobre aquellas. Esta práctica motivó el ejercicio de la *clawback* de la Sarbanes-Oxley Act por la Securities and Exchange Commission frente a los ejecutivos beneficiarios; sin perjuicio de un análisis posterior –véase *infra* III.2– SCHWARTZ, R. E.: «Clawback provisions of Sarbanes-Oxley: An underutilized incentive to keep the corporate house clean», *Bus. Law.*, 68 (2008-2009), págs. 1-36, en particular, pág. 13.

¹⁴ Véase *infra* IV.5.1.

¹⁵ TUSQUETS TRÍAS DE BES, F.: *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, Madrid: Civitas, 1998, pág. 144.

¹⁶ Entre nosotros, la posición doctrinal contraria a la limitación cuantitativa es prácticamente unánime, TUSQUETS TRÍAS DE BES, F.: *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, cit., pág. 163; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «Crisis económica y gobierno corporativo», *RDM*, 287 (2013), págs. 63-88, en concreto, pág. 87, incluso en relación con las entidades que reciben apoyo financiero público, BHAGAT, S. y ROMANO, R.: «Reforming executive compensation: Focusing and committing to the long-term», *Yale J. on Reg.*, 26 (2009), págs. 359-372, en concreto, pág. 361; opinión también reflejada por el Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo de 14 de octubre de 2013, pág. 57.

socios institucionales) y con el que se alinea el consejo de administración, pueden manifestarse también en la materia objeto de estudio y condicionar la idoneidad de algunas alternativas regulatorias¹⁷. Así, por ejemplo, la conveniencia de restituir a la sociedad el exceso incorrectamente abonado se justifica en términos de interés social porque la exacción reduce el beneficio potencialmente repartible entre los socios. Hipotéticamente, en tales casos, el socio externo preferirá que se exija al consejero la devolución, mientras que el núcleo de control será más proclive a la conservación, justificándola por su función de incentivo al administrador beneficiario¹⁸. Ello producirá el choque entre el interés de los socios externos en recuperar el importe (incrementando el beneficio distribuible)¹⁹ y la posición del núcleo de control con el que se alinee el órgano de administración, que tenderá a ser más favorable a la conservación. Este problema tendrá su trasunto en el órgano de administración, en el que, al menos teóricamente, los externos tenderán a evitar adoptar decisiones en menoscabo del grupo del que dependa su permanencia en el puesto. Por este motivo, subyace aquí la posibilidad de que, si la decisión sobre la devolución de la retribución queda en manos del consejo, el resultado más probable sea que se descarte la restitución.

La segunda de las implicaciones esenciales del modelo de propiedad sobre esta cuestión tiene que ver con el nimio papel que la litigación societaria tiene en las sociedades cotizadas europeas, en contraste con el éxito de las acciones derivativas en Estados Unidos. En efecto, en los sistemas cuyas sociedades cotizadas responden al esquema de propiedad descrito, es infrecuente que se ejerciten acciones de responsabilidad frente a los administradores sociales y la impugnación de acuerdos tiene una virtualidad moderada²⁰. Por consiguiente, tampoco en

¹⁷ Estudiados, entre nosotros, fundamentalmente por GUTIÉRREZ URTIAGA, M. y SÁEZ LACAVE, M.^ª I.: «Sayon Dividend», *ECGI Law Working Paper*, núm. 285, 2015, pág. 14-20 y descritos como aquellos en los que el conflicto de agencia se desplaza a los socios, enfrentando al grupo mayoritario y los socios minoritarios externos, en los que los ordenamientos deben asumir cierto nivel de exacción de beneficios privados a favor de los socios de control en *contraprestación* a su función de vigilancia. Para una exposición jurídica sobre la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas españolas SÁNCHEZ CALERO, F.: *La Junta General en las sociedades de capital*, Madrid: Civitas, 2007, pág. 722.

¹⁸ Entre nosotros, recelaba de esta construcción SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Las llamadas Stock Options y las fórmulas mágicas de la Ciencia Jurídica», en VV. AA., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, Madrid: McGraw-Hill, 2002, págs. 1.485-1.540, en especial, a partir de la pág. 1.505.

¹⁹ FRIED, J. M. y SHILON, N.: «Excess-Pay Clawbacks», cit., pág. 726 y, de los mismos autores, «The Dodd-Frank clawback and the problem of excess pay», *The Corporate Board*, enero-febrero (2012), págs. 15-21, en particular, pág. 16.

²⁰ LATELLA, D.: «Shareholder derivative suits: A comparative analysis and the implications of the European Shareholders' Rights Directive», *ECFR*, 2&3-6 (2009), págs. 307-323, pág. 320, aun en ausencia de un modelo teórico que explique la falta de ejercicio de acciones, relaciona la escasa litigación con los costes que se generan para los socios, la elevada cuota de capital necesaria para su ejercicio y el difícil acceso de los socios externos a la información necesaria para fundar sus pretensiones; también relaciona el éxito de las *derivative suits* en Estados Unidos con la *contingent fee* percibida por los abogados. Comparte el argumento de la elevada cuota de capital, ENRIQUES, L.: «Do Corporate Law judges matter? Some evidence from Milan», *EBOR*, 3-4 (2002), págs. 765-821, en concreto, pág. 786. En el mismo sentido, KALSS, S.: «Share holder suits: Common problems, different solutions and first steps to wards a possible harmonisation by means of a European Model Code», cit., págs. 345-347, aunque se muestra favorable a exigir una cuota mínima de capital y añade GELTER, M.: «Why do share holder derivative suits remain rare in Continental Europe?», *Brooklyn J. Int'l L.*, 37

materia de retribución excesiva los remedios societarios *tradicionales* cumplen una auténtica función preventiva ni reparadora si los consejeros son conscientes de que raramente verán cuestionada la validez del acuerdo en el que se reconozca su retribución o se enfrentarán a demandas de responsabilidad. Esta circunstancia plantea dudas sobre si resulta aconsejable implantar en nuestro sistema una práctica propia de las *public listed companies* estadounidenses, como es la de incorporar cláusulas *clawback*, teniendo en cuenta la limitada función de la litigación entre nosotros y, por consiguiente, lo improbable de que la sociedad o cualquier socio recurra a la vía judicial para obtener el reembolso. Sin embargo, aun en un análisis preliminar, parece que la alternativa contractual presenta dos ventajas en nuestro modelo de propiedad. En primer lugar, permite eliminar uno de los principales escollos al ejercicio de acciones de responsabilidad, como es la necesidad de acreditar la negligencia o deslealtad del consejero²¹, ya que, en principio, la conducta del beneficiario resulta irrelevante a efectos de recuperar el exceso retributivo por vía contractual, lo que facilita el reembolso. Tampoco se haría necesario acreditar la contravención legal, estatutaria o reglamentaria, ni la lesión al interés social (art. 204.1 LSC), exigible en caso de impugnarse acuerdos sociales.

A pesar estas eventuales ventajas, la función de las cláusulas de reembolso no reside solo en facilitar la acción de la sociedad frente al consejero por la vía judicial. La auténtica virtualidad del mecanismo se halla en la publicidad que la sociedad dé a su política de recuperación de la retribución. En efecto, que la sociedad se vea constreñida a proporcionar información sobre excesos retributivos verificados en el seno del órgano o entre la alta dirección, así como sobre la actitud del consejo ante ellos (si se ha reclamado su devolución o se ha permitido al beneficiario conservarlos) puede favorecer comportamientos más acordes con el interés de los socios externos. En efecto, si trasciende al mercado que la sociedad renuncia injustificadamente a recuperar importes que no responden a auténticos resultados, ello puede tener costes reputacionales sobre esta, afectando a la cotización o a la entrada o salida del capital de socios inversores, así como sobre el consejero implicado. De este modo, con independencia de los remedios disponibles para los socios, la forma en que se vea afectada la marcha social con motivo de la publicidad dada a esta cuestión puede ser un incentivo suficiente para incrementar la propensión del consejero a devolver inmediatamente el exceso. También favorecerá la tendencia del consejo a reclamar en todo caso el reembolso, sin necesidad de hacer valer por vía judicial la previsión contractual establecida a tal efecto o de recurrir a los remedios societarios. La consecución de este objetivo depende, sin embargo, de la existencia de una obligación de información completa en materia de *clawbacks* que, por ahora, el regulador español ha preferido recoger tímidamente en la recomendación 63 del CBGSC.

(2011-2012), págs. 843-892, a la necesidad de reducir el porcentaje de capital y mejorar el acceso a la información, una distribución del riesgo que permita superar la apatía racional del socio externo (pág. 856).

²¹ GELTER, M.: «Why do share holder derivative suits remain rare in Continental Europe?», cit., pág. 870 enmarca este problema en la dificultad de acceso a la información por los socios externos. En el caso de Suiza y en relación con la acción societaria de reembolso –véase *infra* II.1– MALACRIDA, R. y SPILLMANN, T.: «Payback time?», cit., pág. 355, veían en esta venta la diferencia esencial entre aquella y las acciones societarias de responsabilidad.

En atención a las circunstancias expuestas, el presente estudio tiene por objeto, en primer lugar, analizar los factores que explican la preferencia actual por la vía contractual, valorando otras opciones de política legislativa que *de lege ferenda* se presentan, alternativa o complementariamente, a la hora de diseñar un marco de remedios *ex post* frente a percepciones inadecuadas. Sentado lo anterior y a partir de la recomendación 63 del CBGSC se analiza la naturaleza y régimen de las *clawbacks* contractuales, insertas en los contratos de los consejeros, para después examinar su relación con la impugnación de acuerdos sociales y las acciones de responsabilidad.

II. ALTERNATIVAS DE POLÍTICA JURÍDICA FRENTE AL RECONOCIMIENTO Y ABONO DE RETRIBUCIONES INADECUADAS

Según se ha reiterado, las *clawbacks* contractuales representan solo una de las formas de tratamiento de la retribución excesiva percibida por los consejeros en sociedades cotizadas que, por la función que haya de tener la publicidad de la información proporcionada a través de los informes anuales de remuneraciones y de gobierno corporativo, puede suplir el vacío derivado del carácter residual de los mecanismos procesales. Esta alternativa consiste, en realidad, en una combinación de dos elementos: uno de carácter contractual que queda, en todo caso, a discreción de cada sociedad y una disposición (normativa o paranormativa) que actúa por remisión a la sede a través de la que la sociedad debe proporcionar información en la materia. Es este segundo elemento informacional el que convierte esta alternativa en específicamente idónea para las sociedades cotizadas y por ella se han decantado la legislación federal estadounidense, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, así como la propia Unión Europea. Sin embargo, el hecho de que el regulador español haya acogido esta opción no debe servir para excluir el análisis de otras alternativas de política jurídica.

1. MECANISMOS LEGALES DE RETENCIÓN, REDUCCIÓN Y RESTITUCIÓN DE LA RETRIBUCIÓN

Determinados ordenamientos europeos han incorporado previsiones legales específicamente orientadas a hacer frente a problemas relacionados con una retribución inadecuada reconocida o percibida por los administradores, especialmente, tras las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE. Es el caso del Derecho alemán de sociedades anónimas que faculta expresamente al consejo de vigilancia, núcleo supervisor de su órgano de administración dualista, a reducir la retribución de los miembros del comité de dirección en caso de empeoramiento de la situación de la sociedad (§ 87.2.IAktG), así como a limitar determinados conceptos variables (§ 87.1.IAktG). En el primer caso, se trata de una obligación para el consejo de vigilancia de ajustar la retribución siempre que concurran dos presupuestos, a saber, el empeoramiento de la situación de la sociedad y una desproporción determinante de la falta de equidad de la prestación (§ 87.2.IAktG). El consejo de vigilancia carece de facultad discrecional para decidir sobre la limitación de la retribución,

y se ve legalmente compelido a acordarla una vez acredita la concurrencia de los requisitos legalmente previstos²². Esta facultad opera, en todo caso, de manera prospectiva y no retroactiva²³, por lo que debe considerarse un mecanismo de retención legal o *malus*, pero no de reembolso. Como incentivo al cumplimiento de la previsión por parte del *Aufsichtsrat*, esta modificación legislativa incorporó un refuerzo de la responsabilidad de los miembros del consejo de vigilancia.

Aunque no es posible equiparar al consejo de vigilancia en el sistema dualista con el núcleo de consejeros externos propios de un sistema monista, al intentar extrapolar el mecanismo de retención de la retribución a nuestro sistema legal, una prerrogativa tal correspondería a esta categoría de consejero o, más correctamente, a una comisión de supervisión integrada exclusivamente por una mayoría de consejeros independientes. Sería posible, entonces, atribuir una facultad de estas características a la comisión de retribuciones, entre cuyas funciones legales se encuentra la de proponer la política de remuneraciones, así como las condiciones contractuales de los cargos orgánicos y de alta dirección [art. 529 quince.3 g) LSC], incluidas las condiciones contractuales de los consejeros ejecutivos, *velando por su observancia*. El problema reside en la falta de habilitación legal para operar la limitación o reducción, medida que no ha sido incorporada a la legislación española como medio para hacer efectivos los principios en materia de retribución incorporados al apartado cuarto del artículo 217 de la LSC. Falta, pues, un deber activo del consejo de garantizar la adecuación de la retribución a la situación económica de la sociedad. Esta función podría ser incorporada por vía estatutaria o reglamentaria a las atribuciones de la comisión de retribuciones (art. 529 quince.2 LSC) y, en todo caso, queda abierta la alternativa contractual. El acuerdo de limitación de la retribución podría fundarse en los principios del artículo 217.4 de la LSC y, en particular, en la proporcionalidad de la retribución a la situación económica y la necesidad de evitar compensar resultados desfavorables, pero en caso de guardar silencio el contrato de consejero sobre esta cuestión, plantearía un riesgo de incumplimiento contractual por parte de la sociedad, salvable mediante la invocación del principio *rebus sic stantibus*. En todo caso, parece que, a fin de paliar este último riesgo, lo aconsejable es acompañar esta facultad de la comisión con una política completa en materia de limitación, retención y reembolso de la retribución, incorporando cláusulas *malus* y *clawback* a los acuerdos contractuales con los sujetos afectados²⁴.

²² HOFFMANN-BECKING, M. y KRIEGER, G.: «Leitfaden zur Anwendung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)», *NZG*, 26-Beilage (2009), págs. 1-12, en concreto, pág. 5. RECALDE CASTELLS, A. J. y SCHÖNNENBECK, P.: «La Ley alemana sobre la proporcionalidad de la remuneración de los miembros de la dirección en las sociedades anónimas», *RDM*, 277 (2010), págs. 1.065-1.081, en particular, pág. 1.066 y THÜSING, G.: «Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung», *AG*, 15 (2009), págs. 517-528, en concreto, pág. 520.

²³ THÜSING, G.: «Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung», cit., pág. 522 admite la reducción de todos los conceptos todavía no satisfechos con independencia de su devengo.

²⁴ Algunos autores alemanes comparten que la incorporación de cláusulas *malus* vinculadas a los conceptos variables a los acuerdos contractuales con los miembros del *Vorstand* (*Anstellungsvertrag*) pueda servir para evitar el desequilibrio entre las prestaciones de las partes. SEIBT, C. H.: «§87 AktG», en SCHMIDT, K. y LUTTER, K. (eds.), *AktG Kommentar*, 3.ª ed., vol. I, Colonia: Otto Schmidt, 2015, págs. 1.332-1.353, en concreto, pág. 1.348. KOCH, J.: «AktG §87. Grundsätze für die Bezüge der Vorstandmitglieder», en HUFFER, U. y KOCH, J. (eds.), *Aktiengesetz*, 11.ª ed., München: C. H. Beck, 2014, Rn. 13 (edición digital *Beck-online*).

Por su parte, el ordenamiento jurídico suizo contempla una acción de restitución específicamente societaria que representa la culminación de un debate doctrinal en el que se barajaron varias alternativas orientadas a lograr la recuperación de conceptos retributivos indebidamente percibidos. Desde el inicio, la restitución de conceptos reconocidos contractualmente fue abordada con enorme cautela, ante el riesgo de lesión al principio *pacta sunt servanda*²⁵, lo que motivó la incorporación de una solución específicamente societaria. La sede elegida fue la acción societaria de restitución ya prevista en el artículo 678 OR para la recuperación de cualesquiera conceptos abonados a los accionistas o a los miembros del consejo de vigilancia. El referido precepto no incluía en su ámbito subjetivo a los administradores en sentido estricto, esto es, a los miembros del comité de dirección como legitimados pasivos de la acción, lo que impedía dirigir frente a ellos el mecanismo restitutorio. Se optó entonces por introducir un segundo párrafo al artículo 678 OR que contemplara la restitución de conceptos percibidos por *otros directores de la sociedad*, pero que, a diferencia del apartado previsto para los accionistas y miembros del consejo de vigilancia no requiere la concurrencia de mala fe, sino tan solo una manifiesta (*offentsichtlichen*) desproporción entre la retribución y la situación económica de la sociedad. Aunque la disposición constituye un perfecto ejemplo de *clawback* legal, ha sido objeto de crítica por la inseguridad jurídica que genera la objetivación del deber de restituir²⁶. Por otro lado, la acción restitutoria societaria es independiente de las acciones de responsabilidad frente a los administradores sociales (art. 678 OR), al no exigir la acreditación de la culpa o negligencia del beneficiario. Así, mientras que la primera permitiría la recuperación de lo indebidamente satisfecho a los administradores, la acción de responsabilidad podría ser dirigida contra los miembros del órgano de responsables de determinar la retribución calificada de excesiva, esto es, el consejo de vigilancia o, en su caso, el comité de remuneraciones.

La reclamación del reembolso ha suscitado la duda en la doctrina suiza sobre la posibilidad de que la intervención de la Junta general en la determinación de la retribución convalide el exceso retributivo. Esta hipótesis se ha verificado en el caso español, donde el acuerdo favorable a la retención de la retribución excesiva por parte del consejero será susceptible de impugnación por lesión al interés social en abuso mayoritario (art. 204.1 LSC)²⁷, así como con base en los principios del artículo 217.4 de la LSC. Por otra parte, el criterio jurisprudencial deja expedita la vía a

²⁵ BÖCKLI, P.: Zum neuer Schweizer Vergütungsrecht – Entlohnung der Unternehmensspitze zwischen Lohndrigismus, Populismus und Aktienrecht», en VV. AA., *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag*, Berlin/Nueva York: De Gruyter, 2010, págs. 3.003-3.026, en concreto, pág. 3.022; se refieren a un «ablamiento» del referido principio, aunque en relación con la facultad de reducir la remuneración, RECALDE CASTELLS, A. J. y SCHÖNNENBECK, P.: «La Ley alemana sobre la proporcionalidad de la remuneración de los miembros de la dirección en las sociedades anónimas», cit., pág. 1.073.

²⁶ En probable contradicción con la regla general del artículo 3.2 ZGB sobre la prueba de la mala fe y dejando en manos del juez la determinación del *quantum*, según apuntan BÖCKLI, P. «Zum neuer Schweizer Vergütungsrecht – Entlohnung der Unternehmensspitze zwischen Lohndrigismus, Populismus und Aktienrecht» cit, pág. 302 y BINDER, A.: «Die aktienrechtliche Rückerstattung gerechtfertigter Leistungen», *GesKR*, Sondernummer (2008), págs. 66-70, en concreto, pág. 69.

²⁷ Opinión compartida por MALACRIDA, R. y SPILLMANN, T.: «Payback time?», cit., pág. 357.

la responsabilidad de los administradores por este motivo, con independencia de que la Junta general haya acordado no reclamar la devolución²⁸. Sin embargo, el Tribunal Supremo sitúa la infracción del deber de lealtad generadora de responsabilidad en el mero cobro de una retribución inadecuada y no en la intervención en su determinación. A nuestro juicio, y a diferencia de la acción restitutoria suiza, para admitir esta tesis se hace necesario acreditar de manera fehaciente que el consejero es consciente de la desproporción entre la situación económica de la sociedad y su retribución o que la desconoce con grave negligencia, evitando la objetivación de la responsabilidad por la mera percepción²⁹.

2. LA ORDENACIÓN (PARA-)NORMATIVA POR REMISIÓN

Tanto la facultad de retención del consejo de vigilancia en la sociedad anónima alemana como la referida acción de restitución suiza se ubican sistemáticamente entre las disposiciones societarias generales aplicables a la sociedad anónima. Por consiguiente, no representan arbitrios específicos para la forma cotizada y, en tal sentido, plantean algunos de los problemas asociados a esta circunstancia (la escasa litigación, el difícil acceso a la información por los socios externos o la dificultad de *enforcement* dentro del propio consejo). Por este motivo, no deben concebirse como mecanismos excluyentes, sino entenderse complementarios a la generalización de las *clawbacks*. Aunque con notables diferencias entre los modelos, tanto la legislación federal estadounidense, como por la proyectada legislación europea a través de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2014, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial han acogido un modelo basado en que las sociedades proporcionen información sobre el reembolso de la retribución, lo que se conoce como *política clawback*. Con la proyectada norma europea se propone incorporar un artículo 9 bis a la Directiva 2007/36/CE, a fin de que los Estados miembros, al regular el derecho de voto de los accionistas sobre la política de remuneraciones, prevean que la sociedad informe sobre la posibilidad de exigir la devolución de la remuneración variable.

Se trata, en definitiva, de incrementar la información ofrecida por la sociedad sobre la recuperación de importes indebidamente satisfechos, permitiendo a los sujetos interesados (socios actuales, potenciales inversores, acreedores y el propio regulador) conocer el modo en que la socie-

²⁸ El acuerdo de la Junta renunciando a exigir la restitución no ha sido óbice a la responsabilidad del administrador por infracción del deber de lealtad como consecuencia de la *percepción* de una retribución tóxica en la STS [Sala de lo Civil, secc. 1.ª, núm. 391/2012, de 25 de junio (rec. núm. 348/2010)].

²⁹ El criterio del Tribunal Supremo también ha sido cuestionado por HERNANDO CEBRIÁ, L.: «Sentencia del Tribunal Supremo de 25 de junio de 2012 (núm. 391)», *Archivo Compendio de jurisprudencia societaria (2011-2012)*, EMBID IRUJO, J. M. (dir.), HERNANDO CEBRIÁ, L. y GIMENO RIBES, M. (coords.), Granada: Comares, págs. 152-157, en particular, pág. 157 entendiendo que la responsabilidad debe derivarse de la intervención del consejero en la determinación de la retribución y no puede imputársele, simplemente, como consecuencia del cobro.

dad hace frente a los supuestos en que detecta un exceso retributivo. La técnica legislativa tendrá incidencia sobre la eficacia real de las *clawbacks* según el grado de información que se requiera hacer público a las sociedades. Esta puede ir desde una mera referencia a la existencia de la política *clawback*, pasando por la exposición general de su contenido, sin proporcionar detalles sobre su articulación para cada consejero o cargo de la sociedad, hasta la obligación de expresar si se ha verificado algún supuesto, cuál ha sido la postura de la sociedad frente a la reclamación y, en su caso, las razones que hubieran justificado permitir la conservación. En este sentido, según se analizará, la legislación federal estadounidense concreta con mayor detalle los mínimos recuperables, incluyendo el alcance objetivo, subjetivo, temporal y las causas de activación, lo que contribuye a cierta homogeneización de la información que las sociedades proporcionan sobre su política de restitución. En contraste, la propuesta de regulación europea no precisa otros elementos de la política de reembolso, sino que se limita a prever que la sociedad informe sobre esta posibilidad. Por su parte, la obligación para las sociedades cotizadas españolas se circunscribe, de acuerdo con la literalidad de la recomendación 63 del CBGSC, a pronunciarse anualmente sobre si la sociedad ha incorporado cláusulas contractuales de reembolso de la restitución, pero no es necesario precisar si se han comprobado excesos retributivos o se han puesto en marcha tales previsiones.

III. CONTEXTO JURÍDICO-COMPARADO DE LA GENERALIZACIÓN DE LAS CLAWBACKS

Pese a la existencia de mecanismos legales que permiten lograr la finalidad perseguida, ya sea por ser arbitrios de naturaleza restitutoria o por alcanzarse tal objetivo por vía indemnizatoria, una serie de factores jurídico-económicos explica la preferencia, en la actualidad, por regular la posibilidad de que la sociedad recupere el exceso retributivo en sede contractual. Según se ha descrito, en el contexto actual de la disciplina de la retribución de los consejeros de las sociedades cotizadas gana peso la generalización de las *clawbacks* contractuales a través de la técnica normativa que actúa por remisión a la política de la sociedad sobre el reembolso de la retribución. El presente epígrafe tiene por objeto el análisis de los factores que explican la preferencia en la actualidad por este mecanismo correctivo.

1. PRIMERA FASE: PREVISIONES ESPECÍFICAS PARA ENTIDADES FINANCIERAS Y ENTIDADES CON INTERVENCIÓN PÚBLICA EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

Tanto la Unión Europea como Estados Unidos han recurrido a mecanismos de retención, reducción y restitución de la remuneración para enfrentar supuestos de excesos retributivos verificados en entidades financieras y, en particular, en aquellas que fueron beneficiarias de fondos públicos procedentes de los programas de intervención financiera. La posibilidad de retener y reducir conceptos retributivos de naturaleza variable reconocidos a favor de consejeros y del per-

sonal de alta dirección de las entidades financieras fue contemplada por la Directiva 2010/76/CE³⁰. Entre sus previsiones se encuentra una exigencia de diferimiento de los conceptos retributivos variables entre tres y cinco años³¹, así como una cláusula general de reducción y retención, que determina que la retribución variable solo será satisfecha si resulta sostenible, se adecua a los resultados de la entidad, la unidad de negocio y la persona de la que se trate. No se contempla, en cambio, una previsión relativa a la posible restitución de lo incorrectamente satisfecho³².

Este antecedente es parcialmente compartido con Estados Unidos, donde la generalización entre sociedades cotizadas de cláusulas contractuales de restitución encuentra su origen en la intervención pública en entidades financieras a través del Troubled Asset Relief Program (TARP)³³. La intervención se acompañó de medidas en materia de retribución de consejeros y gobierno corporativo de las beneficiarias, incorporadas a la Emergency Economic Stabilization Act (EESA) de 2008 con la reforma operada por la American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) de 2009. La sección 111(b)(3)(B) EESA habilitaba a la Secretaría del Tesoro a establecer estándares para que las entidades financieras beneficiarias del TARP que transmitieran activos a la secretaría instituyeran una previsión (contractual) que las facultara a recuperar cualquier bonus o concepto retributivo variable abonado a un *senior executive officer*³⁴ o a cualquiera de los veinte altos directivos mejor retribuidos de la compañía que hubiera sido calculado con arreglo a declaraciones de ingresos, beneficios u otros criterios que más tarde se demostrara que fueran materialmente inexactos.

2. SEGUNDA FASE: LA GENERALIZACIÓN A TODAS LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Ya antes de la puesta en marcha del TARP y de la reforma de la EESA, la sección 304 de la Sarbanes-Oxley Act de 2002 (SOX) preveía una *clawback* particular que, en determinados supuestos, facultaba exclusivamente a la Securities and Exchange Commission a iniciar de oficio

³⁰ Del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos

³¹ Letra p) de la sección añadida al anexo V de la Directiva 2006/48/CE en su versión modificada por la Directiva 2010/76/UE.

³² Para una exposición de la trasposición al ordenamiento jurídico español GIRBAU PEDRAGOSA, R.: «Restricciones a la remuneración de administradores y directivos de entidades de crédito: Modos, intervención y gobierno corporativo», *RDBB*, 129 (2013), págs. 173-204.

³³ Los autores estadounidenses que estudian la generalización de las *clawback* coinciden en situar la TARP en su origen. Así, CHERRY, M. A. y WONG, J.: «Clawbacks: Prospective contract measures in an era of excessive executive compensation and ponzi schemes», cit., pág. 380; BAINBRIDGE, S. M.: *Corporate governance after the financial crisis*, cit., pág. 123.

³⁴ La noción de *senior executive office* planteó algunos problemas interpretativos a pesar de venir definida en el apartado tercero de la misma sección, como referida los cinco ejecutivos mejor retribuidos de la compañía cuya remuneración deba ser hecha pública con arreglo a los criterios de la Securities Exchange Act de 1934.

un procedimiento de reclamación de bonus y otros conceptos variables percibidos por el *chief executive officer* y el *chief financial officer* de las sociedades cuyos valores cotizaran en un *securities exchange*. Se trataba de una potestad exclusiva del organismo regulador³⁵ circunscrita a los casos en que la conducta irregular (*misconduct*) del beneficiario hubiera exigido una rectificación de algún documento o informe contable exigido por la normativa del mercado de valores. Aunque el procedimiento fue utilizado en contadas ocasiones, planteó problemas interpretativos en tanto la conducta irregular determinante del *restatement* de la documentación contable podía no proceder del CEO o del CFO, sino de otras personas responsables de su elaboración, lo que no impidió a la SEC reclamarlos en todo caso³⁶.

Con los antecedentes de la SOX y la EESA, la generalización de las *clawbacks* a las *publicly listed companies* estadounidenses vino de la mano de la reforma que la sección 954 de la Dodd-Frank Act pero sobre la sección 10.Da de la Securities and Exchange Act de 1934. Con ella se facultó a la SEC a dictar las normas necesarias para exigir a cada estado federado, sobre los que recae la competencia legislativa en materia de mercados de valores, que, a su vez, impusiera a las sociedades cuyos valores cotizan en mercados sujetos a su jurisdicción contar con una política de reembolso de retribución. La propia sección 10.Da de la SEC regula un contenido mínimo de la política *clawback* al exigir que se garantice la restitución del exceso retributivo de componentes variables percibidos por los ejecutivos como consecuencia de una rectificación de la documentación contable de la sociedad relacionada con incumplimientos de las obligaciones de información del mercado de valores. En este caso, el ámbito subjetivo de la política de restitución debe alcanzar a todos los ejecutivos, tanto si siguen ocupando el cargo en el momento de la reclamación como si hubieran sido cesados. En cuanto a su alcance temporal, la disposición permite recuperar la retribución variable satisfecha durante los tres años anteriores a la fecha en que se requiera a la compañía la rectificación de la documentación. En contraste con la sección 304 SOX, la sección 954 de la Dodd-Frank Act no requiere la constatación de una conducta irregular como causa de la rectificación de la documentación contable. La omisión del deber de instituir una política *clawback* por parte de la sociedad puede determinar su exclusión de la cotización (*delisting*).

A pesar del retraso de la SEC en dictar la normativa de desarrollo de la *clawback*, la expectativa de que la eventual regulación fuera notablemente más restrictiva que la sección 954 de la

³⁵ No funciona, por tanto, como una acción derivativa, SCHWARTZ, R. E.: «Clawback provisions of Sarbanes-Oxley: An underutilized incentive to keep the corporate house clean», cit., pág. 13; por lo que carecen de legitimación los socios y acreedores, inadmitiéndose sus pretensiones fundadas en la sección 304 SOX; FRIED, J. M. y SHILON, N.: «Excess-pay clawbacks», cit., págs. 723 y 730, recuerdan que se utilizó casi exclusivamente en casos en los que se había cometido un ilícito penal.

³⁶ Este fue el criterio empleado en SEC v. Jenkins, n.º CV 09-1510 y recogido por BAINBRIDGE, S. M.: *Corporate governance after the financial crisis*, cit., pág. 130, quien entiende que la responsabilidad es por omisión, derivada de la culpa *in vigilando* sobre los dependientes, lo que impide a los ejecutivos beneficiarse de la conducta irregular de sus subordinados (pág. 130) y SCHWARTZ, R. E.: «Clawback provisions of Sarbanes-Oxley: An underutilized incentive to keep the corporate house clean», cit., pág. 17.

Dodd-Frank, unida a otros factores, impulsó a las sociedades cotizadas estadounidenses a adoptar políticas de reembolso de manera generalizada³⁷. Entre las causas adicionales que explican la anticipación de los emisores se encuentra el fortalecimiento de los inversores institucionales activos preocupados por la retribución de los consejeros y, consiguientemente, la valoración positiva que los *proxy advisors* (asesores de voto) hacen de la existencia en la sociedad de una política *clawback* a la hora de orientar a sus clientes en el ejercicio de este derecho³⁸. También la generalización del *say on pay* en las sociedades cotizadas estadounidenses a partir de la Dodd-Frank Act contribuyó a la proliferación de políticas *clawback*. El hecho de someter la retribución de los consejeros a la Junta general hacía recomendable que las sociedades contaran con mecanismos que permitieran recuperar el exceso retributivo en caso de que esta no obtuviera el visto bueno de la Junta. Se consideraba que la falta de previsión por la sociedad de un mecanismo dirigido a materializar la opinión de este órgano, tendría efectos reputacionales negativos³⁹.

El desarrollo de mecanismos *clawback* avanza notablemente más despacio en la Unión Europea, aunque la tendencia regulatoria apunta en un sentido similar al seguido para las *publiclisted companies* estadounidenses. En este caso, ya la Declaración del extinto Foro Europeo de Gobierno Corporativo de 23 de marzo de 2009 puso de manifiesto la conveniencia de que las sociedades se reservaran la facultad de reclamar importes retributivos vinculados al desempeño (*pay for performance*) que se hubieran satisfecho o devengado a favor de los ejecutivos con base en resultados que hubieran sido posteriormente corregidos. A tal efecto, en ella se instaba a las instancias nacionales a contemplar esta posibilidad como recomendación de gobierno corporativo⁴⁰. En contraste con las previsiones estadounidenses, el FEUGC se pronunció favorablemente a la reclamación del exceso tanto si los errores procedieran de conductas desleales (*wrong doing*), como si se derivaran de negligencia (*mal practice*), aunque sin especificar si debía constatarse la propia del beneficiario o de cualquier interviniente en su determinación. La pauta marcada por la Declaración del FEUGC ha sido continuada por la Propuesta de Directiva, exigiendo a los Estados miembros que las sociedades cotizadas informen sobre la posibilidad de que la sociedad exija la devolución de la remuneración variable. De este modo, la proyectada norma acoge una alternativa similar a la estadounidense, aunque se aborda desde la regulación de la política de remuneraciones que, al menos en el caso español, se contempla en sede de sociedades capitalistas. La disposición contenida en la Propuesta se distancia, sin embargo, de la propia de las *clawbacks* en Estados Unidos en tanto no se concreta en ella el alcance subjetivo o temporal de la política de reembolso. De aprobarse la proyectada legislación,

³⁷ EQUILAR: *Clawback policy report*, 2013, págs. 6-7.

³⁸ EQUILAR: *Clawback policy report*, 2013, pág. 6. Así, el principal *proxy advisor* a escala global, Institutional Shareholder Services, sitúa la política *clawback* entre las prácticas de garantía (*grant practices*) de una adecuada retribución, de forma que el hecho de que la sociedad cuente con ella es valorado positivamente a la hora de recomendar el ejercicio favorable o negativo del voto a sus clientes. ISS, United States - Proxy Voting Guideline Updates, 2015 Benchmark Policy Recommendations, de 6 de noviembre de 2014, págs. 8-9.

³⁹ EQUILAR: *Clawback policy report*, 2013, pág. 6.

⁴⁰ Declaración del Foro Europeo de Gobierno Corporativo, pág. 3.

su transposición al Derecho positivo español haría necesaria la revisión de la recomendación 63 del CBGSC, valorando la conveniencia de acoger la alternativa contractual con carácter exclusivo. En efecto, una previsión de tales características debería ser incorporada al artículo 541 de la LSC (preferentemente a su apartado segundo), aunque, de acuerdo con el texto de la Propuesta, podría prescindirse de la referencia a la naturaleza contractual del mecanismo restitutorio. Según se expone, esta medida podría ser acompañada de una facultad de limitación, retención y reclamación del reembolso por parte de la comisión de remuneraciones, arrojando luz sobre el ámbito de discrecionalidad reconocido a la sociedad en esta materia, así como sobre la competencia sobre tales decisiones.

IV. LAS CLAWBACKS EN EL DERECHO ESPAÑOL DE SOCIEDADES COTIZADAS: LA RECOMENDACIÓN 63 DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Tras la revisión del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, culminada en febrero de 2015, se incorpora al texto una recomendación de nueva planta en la que se insta a las sociedades a incorporar a los contratos con sus consejeros cláusulas que prevean el reembolso de los componentes retributivos variables en supuestos de abono incorrecto. La novedad es relativa entre nosotros pues la Orden ECC/461/2013⁴¹, de 20 de marzo, por la que se regula el contenido del informe anual, ya se refería a la posibilidad de que los emisores se pronunciaran sobre las fórmulas o cláusulas de recobro de componentes variables abonados atendiendo a datos cuya inexactitud queda demostrada de forma manifiesta [art. 10 f) Orden ECC/461/2013]⁴².

1. JUSTIFICACIÓN DE LA RECOMENDACIÓN Y VALORACIÓN CRÍTICA

Según se ha reiterado, la virtualidad de las cláusulas de reembolso no solo reside en la posibilidad material de recuperar los importes indebidamente satisfechos mediante su mera inserción en los contratos, sino en ofrecer información al mercado sobre si tales supuestos se han verificado y, en su caso, qué pautas ha seguido la compañía. El hecho de que el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas dedique una recomendación independiente a la restitución revela que sus redactores reconocen la creciente importancia de las políticas de reembolso, como elemento de la política de remuneraciones, aunque la recomendación no concreta la relación entre las *clawback*

⁴¹ Nos referimos a la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

⁴² Expresión que también utiliza en su definición de cláusulas *clawback* el IARCSC 2013, pág. 25, pero de la que la recomendación 63 del CBGSC prescinde. La supresión es probablemente acertada ante el empleo del verbo «acreditar» en el texto de la recomendación.

y esta última. De esta forma, al elaborar el informe anual de gobierno corporativo no bastará ya con incluir, en su caso, menciones a las posibles fórmulas de reembolso previstas por la sociedad, sino que este deberá pronunciarse sobre el seguimiento de la recomendación 63 del CBGSC con carácter autónomo y, en su caso, justificar las razones por las que no ha incorporado cláusulas de reembolso a los contratos con sus consejeros. Si atendemos a la literalidad de la recomendación, en ella no se exige que el informe se pronuncie sobre si se han verificado supuestos en los que la retribución variable abonada a los consejeros ha sido incorrectamente calculada o si la sociedad ha solicitado su devolución, tan solo es necesario mencionar la incorporación de tales cláusulas a los acuerdos de naturaleza contractual. No es, por tanto, una previsión ambiciosa, a lo que se añade el moderado efecto que se deriva de su naturaleza jurídica⁴³, pero podría servir de banco de pruebas como paso previo a su incorporación a la legislación en caso de prosperar la Propuesta de Directiva. En efecto, en función del grado de seguimiento de la recomendación, así como de las manifestaciones de cada emisor (si ya contaban con cláusulas de tal naturaleza, su preferencia por otros mecanismos o si esta materia integra su política de remuneraciones) podrá valorarse adecuadamente la alternativa normativa idónea a efectos de una eventual transposición de la Directiva.

2. LAS CLAWBACKS COMO CLÁUSULAS CONTRACTUALES DE REEMBOLSO DE LA RETRIBUCIÓN

Expuestas las tendencias y situadas las *clawbacks* en su contexto normativo, procede analizarlas como mecanismo restitutorio de naturaleza contractual a partir de la literalidad de la recomendación 63 del CBGSC.

2.1. Naturaleza jurídica contractual: Los acuerdos contractuales con los consejeros

La primera consideración que merece el régimen de las *clawbacks* de la recomendación 63 del CBGSC se refiere a la ubicación y consiguiente naturaleza de las disposiciones que permiten a la sociedad recuperar las cantidades correspondientes. Al acoger una alternativa estrictamente contractual, la recomendación se aparta de la previsión de la Orden ECC/461/2013 que utiliza la genérica expresión «fórmulas o cláusulas» y que conduce a plantear otras posibilidades tales como previsiones estatutarias o reglamentarias (del consejo o de la propia comisión de remuneraciones). El texto de la recomendación 63 del CBGSC no se refiere a la política o al informe anual en materia de retribuciones. Pese a ello, puede entenderse que, en tanto forman parte de las condiciones contractuales en materia de remuneración, si no se contienen en la política de remuneraciones, al

⁴³ LEÓN SANZ, F. J.: «La retribución de los administradores y de los ejecutivos en caso de crisis de la empresa», en VV. AA., SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C.; OLEO BANET, F. y MARTÍNEZ FLÓREZ, A. (coords.), *Estudios de Derecho Mercantil en memoria del profesor Aníbal Sánchez Andrés*, Madrid: Civitas, 2010, págs. 737-764, en concreto, pág. 739.

menos deben ser compatibles con ella (art. 529 octodecies.1 LSC). Sin embargo, para considerar que se ha seguido la recomendación no bastará con contemplar en ella una genérica previsión de reembolso, sino que se exigirá insertar en cada acuerdo contractual una disposición al efecto.

Centrándonos en los acuerdos contractuales en los que deben introducirse las cláusulas *clawback*, se plantean algunas dudas cuya resolución solo puede completarse con el análisis del alcance subjetivo del mecanismo restitutorio. De acuerdo con el texto vigente de la Ley de Sociedades de Capital, aquellos consejeros en favor de los que se produce una delegación de facultades o a quienes se les atribuyen funciones ejecutivas en virtud de otro título (*ex art. 249.1 y 2 LSC*) suscriben con la sociedad un acuerdo de naturaleza contractual, regulado en el artículo 249.3 de la LSC. Se trata de los administradores que asumen tareas ejecutivas que trascienden a las propias de la *mera* condición de consejero y que merecen, por tanto, una retribución adicional⁴⁴. En consecuencia, distingue ahora la Ley de Sociedades de Capital entre la retribución percibida por los consejeros *en su condición de tales*, de aquella que compensa las funciones ejecutivas adicionales (art. 217.2 LSC). La remuneración que los consejeros reciben en contraprestación por tales funciones debe ser consignada en el referido acuerdo contractual (*ex art. 249.3 LSC*), constituyendo entonces esta la sede adecuada para incorporar las cláusulas *clawback*.

Admitida su ubicación en los acuerdos de consejero, queda analizar la concreta naturaleza jurídica de una disposición que, inserta en aquellos, prevea el deber de restituir el exceso retributivo percibido por el administrador y la correlativa facultad de la sociedad para exigir que le sea devuelto su importe. La doctrina estadounidense ha ensayado la posibilidad de articular las *clawbacks* como condiciones resolutorias, de manera que la verificación de las circunstancias previstas (la revisión de los resultados sobre los que se opera el cálculo de la retribución) generaría la pérdida del derecho adquirido⁴⁵. Sin embargo, nos parece que el supuesto de hecho típico se basa más bien en un mero error en el cálculo del precio (retribución) que el *accipiens* se compromete contractualmente a restituir, reconociendo el enriquecimiento injusto que se derivaría para la sociedad de su retención y sin perjuicio de sus implicaciones en materia de lealtad. En efecto, el consejero no debe quedar obligado a la restitución *in integrum*, sino solo del importe que exceda de lo que legalmente le corresponda una vez revisados los parámetros de los que depende su cálculo. En este sentido, su tratamiento como condición resolutoria plantea, por un lado, el problema de referirse a la prestación al completo (la totalidad de la retribución), cuando, en principio, la *clawback* solo debería alcanzar al exceso. Además, esta calificación sugiere alguna dificultad adicional, pues requeriría precisar muy claramente las circunstancias que determinan la verificación de la condición y, en consecuencia, la pérdida del derecho al concepto retributivo. De lo contrario, si el cumplimiento de la condición quedara en manos de la propia sociedad (por

⁴⁴ Decantándose el texto legal por la tesis propuesta por PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C.: «El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos», *RDMV*, 2 (2008), págs. 15-88 y, del mismo autor, «Ad impossibilia nemo tenetur: o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores», *Diario La Ley*, 7136 (2009).

⁴⁵ CHERRY, M. A. y WONG, J.: «Clawbacks: Prospective contract measures in an era of excessive executive compensation and ponzi schemes», *cit.*, pág. 417

exigirse, por ejemplo, una previa valoración por parte del consejo o de la comisión competente, el cese o el ejercicio de una acción de responsabilidad), se plantearán problemas de validez de la obligación ante el riesgo de que la condición sea calificada como puramente potestativa (ex art. 1.115 CC). Frente a ello podría sostenerse que en ningún caso puede hablarse de condición rigurosamente potestativa, en la medida en que solo parte de las circunstancias determinantes del cumplimiento de la condición podrían depender de la voluntad social, en tanto el error en el cálculo o la revisión de los parámetros de referencia se ve condicionado por otros factores⁴⁶.

En un esfuerzo de construcción dogmática de las *clawbacks* como mecanismo restitutorio, la doctrina estadounidense ha intentado ubicarlas en la disciplina del Derecho de la restitución (*Law of Restitution*) construida, como es sabido, sobre el principio del enriquecimiento injusto (*unjust enrichment*)⁴⁷. También la acción societaria suiza del artículo 760 OR constituye una especificación de la acción restitutoria general del Derecho de obligaciones prevista en los artículos 63 y siguientes OR. De esta forma, en el supuesto de que el consejero obtenga un pago excesivo concurren los elementos que configuran la noción de enriquecimiento injusto, a saber, un desplazamiento patrimonial que genera un incremento para el beneficiario con el consiguiente empobrecimiento de la sociedad (particularmente, para los socios ajenos al control) y la ausencia de causa en el abono del importe determinante del exceso⁴⁸. En nuestro caso, la ausencia en el Código Civil de un tratamiento ordenado del enriquecimiento injusto y, consiguientemente, de la restitución como remedio autónomo, plantea el problema de fundar la pretensión de reembolso en tal principio⁴⁹. Ello obligaría a sustentar la reclamación en la doctrina jurisprudencial sobre

⁴⁶ SANTOS BRIZ, J.: «Artículo 1119», en SIERRA GIL DE LA CUESTA, I. (coord.), *Comentario del Código Civil*, t. VI, 2.ª ed., Barcelona: Bosch, págs. 251-254, en concreto, pág. 252.

⁴⁷ Así, CHERRY, M. A. y WONG, J.: «Clawbacks: Prospective contract measures in an era of excessive executive compensation and ponzi schemes», cit., pág. 412, quienes, sin embargo, han ensayado un concepto alternativo para estos casos, distinguiendo el *unfair enrichment* del *unjust enrichment*, caracterizado el primero por referirse a supuestos en los que la percepción se funda en un derecho preexistente del beneficiario; en esencia esta caracterización coincide con la distinción acogida entre nosotros por DE LA CÁMARA ÁLVAREZ, M.: «Enriquecimiento injusto y enriquecimiento sin causa», *Dos estudios sobre el enriquecimiento sin causa*, Madrid: Civitas, 1988, págs. 135-208, en concreto, pág. 153-154 entre enriquecimiento sin causa, como aquel carente de fundamento jurídico que lo justifique y enriquecimiento injusto identificado con un resultado contrario a criterios de justicia. La noción de *unfair enrichment* fue criticada por MACCHIAROLA, M. C.: «In the shadow of the omnipresent claw: In response to professors Cherry & Wong», *Minn. L. Rev. Head.*, 95 (2010), págs. 1-18, págs. 5-7, entre otros, por un exceso de subjetivismo. Los autores reafirman su postura en CHERRY, M. A. y WONG, J.: «Reply: Clawback to the future», *Minn. L. Rev. Head.*, 95 (2010), págs. 19-28, especialmente, pág. 23.

⁴⁸ DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L.: *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, t. I, 6.ª ed., Madrid: Civitas, 2007, págs. 118-120. Si aceptamos la distinción de DE LA CÁMARA ÁLVAREZ, M.: «Enriquecimiento injusto y enriquecimiento sin causa», cit., pág. 153-154, entre enriquecimiento injusto y sin causa, sería admisible ubicar el supuesto en la segunda categoría, acogiendo así, con las diferencias en cuanto al desarrollo del Derecho de la restitución entre el ordenamiento jurídico español y el *common law*, la propuesta de CHERRY, M. A. y WONG, J.: «Clawbacks: Prospective contract measures in an era of excessive executive compensation and ponzi schemes», cit., pág. 412

⁴⁹ Y es que, como es sabido, carece el Código Civil español, por influencia del Código Civil francés, de una construcción del enriquecimiento injusto como disciplina general que lo configure como fuente de obligaciones y, en consecuencia,

el enriquecimiento sin causa o encontrar apoyo a la pretensión en alguna de las manifestaciones concretas de este principio en nuestro ordenamiento jurídico⁵⁰. Igualmente posible resulta ensayar la reclamación del exceso satisfecho por aplicación del cuasi contrato del cobro de lo indebido (arts. 1.895 a 1.901 CC), en tanto el supuesto de hecho cumple las exigencias de aplicación de la referida institución: la *traditio* del *solvens* al *accipiens*, la entrega de la cosa (el exceso retributivo) en concepto de *pago* (o de cobro) concurriendo un error (en el cálculo de los parámetros de referencia). Por su parte, el Tribunal Supremo también ha recurrido a la ilicitud causal para declarar la nulidad de la totalidad de retribuciones aprobadas por el consejo de administración en favor de los consejeros⁵¹. La diferencia entre los supuestos ahora examinados y los resueltos por el Alto Tribunal radica en que, en los primeros, la reclamación del reembolso se limita, en principio, al exceso generado como consecuencia de los errores en las previsiones o en el propio cálculo y no a la totalidad de la retribución satisfecha.

Parece que a medida que las *clawbacks* se generalizan entre las sociedades cotizadas, existe cierta tendencia a ampliar el supuesto de hecho determinante de la devolución de la retribución, incluyendo casos de incumplimiento por parte del beneficiario de algún deber legal. Cuando la devolución de la prestación se funda en un incumplimiento, las *clawbacks* son susceptibles de ser configuradas ya no como condiciones resolutorias de la obligación, sino como auténticas cláusulas penales⁵².

2.2. Alcance subjetivo: Los *consejeros*

La segunda de las cuestiones a determinar en relación con las cláusulas a las que se refiere la recomendación 63 del CBGSC es su alcance subjetivo, esto es, cuáles son los *cargos* en la sociedad en cuyos acuerdos contractuales deben insertarse las cláusulas de reembolso. En otros términos, se plantea si las *clawbacks* deben incorporarse a los acuerdos suscritos con todos los titulares del vínculo orgánico, solo a los propios de los consejeros ejecutivos o todos los cargos de naturaleza ejecutiva y de alta dirección que perciban emolumentos variables. Aunque la recomendación 63 del CBGSC no concreta este extremo, es posible acoger una interpretación sistemática de las recomendaciones 56 a 64 del CBGSC, que se ubican bajo la rúbrica «remuneraciones de los *consejeros*», inspiradas en el principio número 25 del CBGSC. La recomendación 57 del CBGSC insta

de una acción autónoma orientada a la restitución de lo indebidamente satisfecho, a diferencia de lo que ocurre con los ordenamientos de tradición germánica y que explica, por ejemplo, que el remedio societario suizo se configure como una acción paralela a la general. DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L.: «La doctrina del enriquecimiento injustificado», *Dos estudios sobre el enriquecimiento sin causa*, Madrid: Civitas, 1988, págs. 15-134, en especial, págs. 49 y ss.

⁵⁰ DE LA CÁMARA ÁLVAREZ, M.: «Enriquecimiento injusto y enriquecimiento sin causa», cit., pág. 199.

⁵¹ STS 1049/2006, de 24 de octubre (NCJ044773).

⁵² Aunque sin referencia a su relación con el incumplimiento de deberes, esta es una de las alternativas propuestas por CHERRY, M. A. y WONG, J.: «Clawbacks: Prospective contract measures in an era of excessive executive compensation and ponzi schemes», cit., págs. 416- 417.

a las sociedades a evitar compensar a los consejeros no ejecutivos mediante componentes retributivos variables relacionados con el desempeño o los resultados, incluidos los conceptos satisfechos en acciones, opciones sobre las mismas e instrumentos financieros⁵³. Por consiguiente, aun a pesar del silencio de la recomendación analizada, en tanto solo los consejeros ejecutivos están llamados a percibir conceptos ligados al desempeño, también las *clawbacks* están pensadas para esta clase de administrador. El argumento es válido en relación con el reembolso derivado de la falta de ajuste a las condiciones de rendimiento, pero, en tanto la retribución de los consejeros no ejecutivos incluya conceptos referenciados a parámetros susceptibles de revisión, la recomendación 63 del CBGSC debe resultar igualmente aplicable a los acuerdos con consejeros no ejecutivos. En efecto, el Código no excluye para ellos los conceptos retributivos variables, tan solo algunas de sus modalidades y, en todo caso, permite la entrega de acciones siempre que se acompañe de una obligación de retención para el beneficiario (rec. 57, segundo párrafo CBGSC).

Queda, pues, determinar si la *best practice* aconseja extender las cláusulas *clawback* a cualesquiera contratos concluidos por la sociedad con su personal directivo, con independencia de que se trate de titulares orgánicos. El artículo 529 quince g) de la LSC enumera los sujetos cuyo paquete retributivo es propuesto por la comisión de retribuciones, a saber, además de los consejeros, los directores generales, quienes desarrollen sus funciones de alta dirección bajo la dependencia directa del consejo, miembros de las comisiones ejecutivas y consejeros delegados. De acuerdo con un criterio cualitativo y analógico, todos aquellos perceptores de retribuciones variables referenciadas a parámetros que midan el desempeño o susceptibles de revisión posterior, cuya retribución sea propuesta por la comisión de nombramientos deberían ver incorporadas cláusulas de reembolso a los acuerdos contractuales⁵⁴. Estas también podrían extenderse a las percepciones externas reconocidas a favor de consejeros del grupo. El silencio de la recomendación española puede ser suplido con un argumento comparado y, en particular, tomando como referencia el alcance subjetivo de las previsiones de reembolso de la legisla-

⁵³ CBGSC, pág. 47, explica que la recomendación 57 viene así a suprimir los conflictos de interés para los consejeros no ejecutivos a la hora de calcular los resultados o determinadas prácticas cuando de ello dependiera la medida. Se utiliza entonces como una manifestación de las medidas *hands-off* destinadas a *alejar* a los beneficiarios de las funciones o tareas que repercutan sobre su retribución.

⁵⁴ Acoge un criterio cuantitativo, aunque en referencia a la política de reembolso y no a las concretas condiciones contractuales HEINEMAN, B. W. JR.: «Making sens out of *clawbacks*», *Harvard Law Research Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 3 de agosto de 2010, pág. 3, entendiendo que la aplicabilidad de las *clawback* podría depender del nivel de retribución, de forma que afectara no solo a *executives* y *directors*, sino también a empleados de la sociedad con elevadas retribuciones. La delimitación subjetiva del alcance de las previsiones a menudo plantea problemas interpretativos, como ya ocurriera, por ejemplo, en relación con el artículo 1.3 de la Recomendación 2004/913/CE de 14 de diciembre de 2004, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en Bolsa que aconseja extender sus propuestas a los *directores* que no formen parte de los órganos de dirección. MARTÍN MUÑOZ, A. J.: «Algunas consideraciones en torno a la remuneración de los administradores de sociedades cotizadas tras la Recomendación europea de 14 de diciembre de 2004», *RDM*, 275 (2005), págs. 1.147-1.168, en concreto, págs. 1.149-1.150, proponía la restricción a los «colaboradores íntimos» de los consejeros, siendo inadecuada la nomenclatura «alto directivo» por inducir en ocasiones a confusión.

ción estadounidense que alcanza exclusivamente a cargos de naturaleza ejecutiva. Así, según se ha expuesto, la sección 304 SOX se refiere solo al CEO y CFO, mientras que la sección 111 EEESA se extiende a los empleados mejor retribuidos de la compañía, en contraste con la sección 954 de la Dodd-Frank que es aplicable a todos los *executive officers*. Tomando el modelo alemán como ejemplo, es el consejo de vigilancia a quien corresponde acordar la reducción o limitación de la retribución, por lo que son solo los miembros del *Vorstand* a quienes resulta aplicable la previsión legal. En cualquier caso, la decisión sobre el alcance subjetivo queda a la decisión de la propia sociedad, tanto por lo que respecta al reconocimiento de conceptos retributivos variables y, en particular, ligados al desempeño de sus consejeros y altos directivos, como sobre la inserción de cláusulas de reembolso en los contratos⁵⁵. Una última precisión relativa a esta cuestión se refiere a la posibilidad de que el exceso se compruebe una vez cesado el beneficiario en el cargo. En este sentido, tanto la SOX como la Dodd-Frank exigen que la política *clawback* se aplique a los ejecutivos que se mantengan en el ejercicio del cargo, así como a los que hubieran cesado en él⁵⁶, criterio que, también entre nosotros, parece el más acorde con la finalidad perseguida por el mecanismo de reembolso.

2.3. Alcance objetivo: Los componentes variables

Interesa ahora analizar el alcance objetivo de las cláusulas *clawback* de acuerdo con la recomendación 63 del CBGSC. Según se ha reiterado, el supuesto de hecho típico de las *clawbacks* es la percepción por parte del beneficiario de un exceso en algún componente variable. Por consiguiente, en principio, la reclamación se dirigirá a recuperar el *quantum* que corresponda al exceso y no la integridad del concepto variable, quedando excluidos los conceptos retributivos de naturaleza fija. En ocasiones, la percepción de algunos componentes retributivos se acompaña de un deber de retención por parte del consejero que los recibe, a efectos de impedir, por ejemplo, la transmisión de las acciones recibidas a fin de que estas cumplan su función como incentivo, vinculando al consejero a la propiedad de la empresa⁵⁷. En ausencia de esta previsión o de haber transcurrido el plazo de diferimiento, es posible que el beneficiario perciba, además del importe erróneamente calculado (en acciones, opciones u otros instrumentos), un beneficio adicional

⁵⁵ EQUILAR: *Clawback policy report*, 2013, pág. 11. Por lo que respecta a las políticas voluntariamente adoptadas por las sociedades, se aprecia en ellas cierta disparidad; en algún caso se refieren genéricamente a todos los empleados, aunque esta tendencia parece decrecer, mientras que en otros se extiende a todos los ejecutivos, a todos los *named executive officers*, solo al CEO y al CFO, o exclusivamente al CEO. En ocasiones las cláusulas también afectan a los *directors*, que equivaldrían a nuestros consejeros externos, en tanto perceptores de conceptos retributivos variables.

⁵⁶ HEINEMAN, B. W. JR.: «Making sense out of *clawbacks*», cit., pág. 3. EQUILAR: *Clawback policy report*, 2013, pág. 12

⁵⁷ Junto al diferimiento, la función profiláctica de las medidas de conservación de la retribución ha sido propugnada por BHAGAT, S. y ROMANO, R.: «Reforming executive compensation: Focusing and committing to the long-term», cit., pág. 363, quienes proponían que las opciones sobre acciones se satisfagan siempre en *restricted stock* (acciones o capital restringido) de forma que no sean efectivamente percibidas por el beneficiario hasta haber transcurrido un plazo que oscilaría entre los dos y los cuatro años después del cese.

derivado de su transmisión. Esta circunstancia ha sido advertida por algunos autores en relación con la *clawback* de la Dodd-Frank Act, pues la disposición legal se refiere exclusivamente a la recuperación del importe satisfecho por la propia compañía y, por tanto, queda excluida la posibilidad de reclamar el beneficio obtenido por la venta de los instrumentos financieros afectados⁵⁸. En el caso español, nada obsta a que las cláusulas contractuales prevean la restitución del importe, sus intereses y, en su caso, el beneficio obtenido por la transmisión de los derechos o acciones.

Una de las consecuencias doctrinalmente anticipadas ante la generalización de mecanismos para recuperar la retribución variable es el riesgo de huida hacia conceptos de naturaleza fija⁵⁹. Desde esta perspectiva, se considera que, si las sociedades quedan facultadas legal o contractualmente para exigir la restitución de conceptos de naturaleza variable, los administradores y directivos tenderán a exigir que sus retribuciones se basen en conceptos fijos no susceptibles de posterior reclamación. Desde una concepción favorable a las *clawbacks* se considera que una política de reembolso robusta redundaría en una mayor adecuación de la retribución al desempeño (*pay for performance*), es decir, de una mayor sensibilidad de los conceptos retributivos variables a auténticos resultados positivos⁶⁰.

2.4. Los supuestos de reembolso o causas de activación (*triggers*): La inexactitud de los datos de referencia

La selección de las causas que motiven el deber de reembolso corresponde a cada sociedad y, según se ha apuntado, en la progresiva generalización del mecanismo entre las sociedades cotizadas, estas tienden a ampliar y combinar un elenco de *triggers* o circunstancias desencadenantes de la devolución, incorporando supuestos de vulneración de los deberes fiduciarios del administrador e incluso extendiendo el alcance objetivo a conceptos retributivos de naturaleza fija⁶¹. En el mismo sentido, a criterio de la sociedad, es posible reducir el alcance de la política de reembolso mediante la incorporación de cláusulas muy restrictivas que circunscriban las reclamaciones a supuestos de incumplimientos acreditados. Tomando de nuevo como referencia el régimen estadounidense, la SOX tan solo exige contar con una política de restitución a las sociedades cotizadas en el caso de

⁵⁸ En tal sentido, FRIED, J. M. y SHILON, N.: «Excess-pay clawbacks», cit., pág. 749. Sin embargo, son conscientes de la dificultad de exigir la devolución de tal importe y, en consecuencia, recomiendan mayor incisión sobre las medidas *ex ante* orientadas a prevenir la manipulación de las opciones sobre acciones.

⁵⁹ Así concluían BAINBRIDGE, S. M.: *Corporate governance after the financial crisis*, cit., pág. 132 y BHAGAT, S. y ROMANO, R.: «Reforming executive compensation: Focusing and committing to the long-term», cit., pág. 366, en relación con la *clawback* de la SOX.

⁶⁰ FRIED, J. M. y SHILON, N.: «Excess-pay clawbacks», cit., pág. 747. Esta finalidad es compartida con los mecanismos de retención y reducción de la *Aktiengesetz*, como explica SEIBERT, U.: «Das VorstAG – Regelungen zur Angemessenheit des Vorstandsvergütung und zum Aufsichtsrat», *WM*, (2009), págs. 1.489-1.536, en concreto, pág. 1.490.

⁶¹ FRIED, J. M. y SHILON, N.: «Excess-pay clawbacks», cit., pág. 724. HEINEMAN, B. W. JR.: «Making sense out of *clawbacks*», cit., pág. 3. EQUILAR: *Clawback policy report*, 2013, págs. 4-5.

que fuera necesaria una rectificación de su *financial statement*, no resultando necesaria la intervención desleal o negligente del ejecutivo afectado. Basta que, como consecuencia de la revisión de la información financiera se determine que uno o varios conceptos retributivos de naturaleza variable fueron erróneamente calculados. En contraste, la previsión de la Dodd-Frank exige la intervención del ejecutivo beneficiario, mientras que la recomendación 63 del CBGSC prevé elementos subjetivos entre las causas causa de activación. En ella solo se prevén dos circunstancias de corte objetivo, a saber, la falta de ajuste entre el rendimiento y la retribución, y la inexactitud de los datos utilizados como referencia en el cálculo. Salvando supuestos de manipulación, ambas pueden evitarse o, al menos, reducirse significativamente mediante previsiones de diferimiento de los componentes afectados. Por su parte, el abono de conceptos vinculados al desempeño debería retrasarse, como mínimo, hasta después de transcurrido el plazo de caducidad para la impugnación del acuerdo en el que se consigne la evaluación del desempeño prevista en el artículo 529 *nonies* de la LSC que, en el caso de las sociedades cotizadas, es de solo tres meses [art. 495.2 c) LSC]. Para los conceptos vinculados al desempeño a corto plazo, el *dies a quo* será la fecha de adopción (ex art. 251.1 LSC) del acuerdo sobre el desempeño del ejercicio o plazo temporal análogo fijado. Por su parte, los conceptos basados en el desempeño a largo plazo no deberían ser abonados hasta transcurridos tres meses desde la adopción del acuerdo en el que se valora el desempeño global o, en su caso, el del último año considerado. A partir de entonces, parece que desciende el riesgo de que los resultados de *performance* sean revisados o contestados y, por tanto, se minora el riesgo de poner en práctica la *clawback*.

2.5. Elementos no contemplados en la recomendación 63 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas

La recomendación 63 del CBGSC omite referirse a algunas cuestiones relevantes sobre el reembolso de la retribución. No sería correcto afirmar que lo omitido queda a la autonomía de la voluntad social en contraste con lo expresamente recogido en ella, en tanto el deber de la sociedad en relación con las recomendaciones de gobierno corporativo se limita a pronunciarse sobre el seguimiento o, en su defecto, a ofrecer explicaciones sobre las razones por las que se aparta de ellas. Sin embargo, los elementos que a continuación se analizan inciden sobre la política de reembolso de una sociedad y condicionan su eficacia y credibilidad. Es cierto que, de acuerdo con la literalidad de la recomendación examinada, no tienen por qué ser reflejados en el informe anual de gobierno corporativo y tampoco en el informe anual de remuneraciones de cada sociedad. A pesar de ello, los siguientes factores deben ser tomados en consideración en su elaboración, bien para incorporarlos a la cláusula de reembolso, bien para que las disposiciones contractuales reflejen con claridad su alcance.

2.5.1. La intervención negligente o desleal del beneficiario

A la luz de las tendencias apuntadas, resulta posible establecer una clasificación de las causas o circunstancias de activación de las *clawbacks*, según tomen o no en consideración la conducta del beneficiario. En este sentido, ya se ha explicado que la recomendación 63 del CBGSC no se refiere a la intervención del consejero en la determinación del parámetro de referencia sobre el que se calcula el importe inadecuadamente satisfecho; el código no se pronuncia sobre si el modelo de

cláusula restitutoria propuesto debe tomar en consideración la conducta activa u omisiva del beneficiario en la generación del exceso retributivo, pero la redacción parece sugerir que se refiere a supuestos en los que este se produce por circunstancias ajenas a su voluntad. Sin embargo, es posible que su conducta haya influido en la fijación de alguno de los parámetros que se utilizan para el cálculo de su propia retribución, sin necesidad de que el consejero haya realizado la operación aritmética por sí mismo, lo cual se perfila notablemente improbable teniendo en cuenta que tales tareas corresponden a los consejeros no ejecutivos, quienes a menudo recurren al asesoramiento externo. De verificarse supuestos de esta naturaleza, el comportamiento del consejero se intentaría amparar en la discrecionalidad empresarial, pero la existencia de un *interés personal* (ex art. 226 LSC) del beneficiario en el asunto, en tanto el cálculo del parámetro o índice depende su propia retribución, impediría su aplicación. En estos casos, al exceso típico de las *clawbacks* contractuales previstas por la recomendación 63 del CBGSC se añadiría una actuación desleal generadora de responsabilidad.

En el proceso de generalización de las *clawbacks* son cada vez más frecuentes aquellas que combinan supuestos de infracción de la prohibición de competencia u otras violaciones de deberes fiduciarios anudados al cargo. En ellas, la obligación de devolver lo satisfecho por la sociedad se genera como consecuencia de un incumplimiento de sus deberes. La previsión de naturaleza contractual en tales términos sugiere un planteamiento notablemente distinto a la mera devolución de un exceso. Y es que, en tales supuestos, no se produciría la aplicación automática de una cláusula contractual, sino que se haría necesaria la previa acreditación de un incumplimiento que, en el caso español, es además generador de responsabilidad de conformidad con la Ley de Sociedades de Capital frente a la propia sociedad, los socios y acreedores.

2.5.2. La discrecionalidad del consejo de administración sobre la decisión de reclamar el reembolso

Establecida la cláusula contractual en el contrato de consejero, su efectiva aplicación requiere, en primer lugar, la concurrencia de las circunstancias contractualmente previstas, pero, seguidamente, exige la determinación y reclamación del importe por parte de la sociedad a los consejeros afectados. El mecanismo está llamado a operar sin necesidad de recurrir a la vía judicial, para lo cual el consejo de administración debe notificar al beneficiario el exceso y solicitar su devolución. En este punto se plantea una de las cuestiones más controvertidas en relación con la política de reembolso, que se refiere a la discrecionalidad del consejo de administración para decidir sobre la reclamación de la restitución, esto es, sobre si procede o no poner en marcha la política *clawback*, lo que obliga a distinguir varios escenarios. En supuestos de activación de las *clawbacks* por circunstancias ajenas a la intervención del consejero, en las que no concurren faltas de diligencia o deslealtad conocidas por el consejo, una vez se compruebe el error en el abono, surge la duda sobre si el consejo debe en todo caso solicitar la devolución al consejero o si, en cambio, goza de poder discrecional para renunciar al reembolso⁶².

⁶² Se muestran, en general, favorables HEINEMAN, B. W. JR.: «Making sense out of *clawbacks*», cit., pág. 3 y MACCHIAROLA, M. C.: «In the shadow of the omnipresent claw: In response to professors cherry & wong», cit., pág. 7.

La recomendación 63 del CBGSC no se pronuncia sobre esta cuestión, dejando la puerta abierta a la posibilidad de conceder poder discrecional al órgano de administración para decidir sobre la reclamación. Se plantea, además, la duda sobre si la decisión debería quedar reservada a la comisión de remuneraciones por aplicación del artículo 529 octodecimos de la LSC o corresponder al pleno del consejo con abstención del consejero afectado (*ex art. 249.3 LSC*) por tratarse de una cuestión relativa a su contrato. El carácter de norma especial del artículo 529 octodecimos de la LSC, así como la atribución a la comisión de nombramientos de la obligación de velar por el cumplimiento de las condiciones contractuales [art. 529 quincecimos.3 g) LSC] llevan a decantarse por la primera posibilidad. Esta solución, además, evita la participación de los consejeros ejecutivos en la decisión, lo que debe valorarse positivamente teniendo en cuenta que más de uno de ellos puede verse afectado. Por otro lado, no debe perderse de vista que se trata de una materia relativa a la política de retribuciones y que esta debe ser sometida a la aprobación de la Junta, al menos, con carácter trienal. A pesar de ello, parece que remitir la cuestión a la asamblea de socios retrasaría la decisión sobre el reembolso, por lo que resultaría más adecuado concretar de antemano en este documento las pautas a seguir por la sociedad en caso de verificarse tales supuestos. Una última alternativa, probablemente la idónea en términos de legitimidad de la decisión, es que la comisión de remuneraciones formule una propuesta fundada sobre la conveniencia de reclamar la devolución, que el pleno del consejo haga suya con abstención de los ejecutivos afectados.

Respecto al ámbito de discrecionalidad de los consejeros para decidir sobre la reclamación del reembolso, parece que otorgar al órgano la potestad sobre el particular no solo le permitiría renunciar a la restitución si ello fuera más conveniente al interés de la sociedad, sino también determinar el importe a recuperar o, en su caso, el grado en que debería ser reducida la retribución o incluso el alcance de la retroacción temporal⁶³. Ello aconseja distinguirse entre la conveniencia imponer a las sociedades la reclamación del reembolso y el reconocimiento de un margen de discrecionalidad *ex artículo 226 de la LSC* para decidir sobre la oportunidad de hacerlo efectivamente, así como de determinar el *quantum*. A la hora de decidir sobre la cuestión, los miembros del consejo deberán valorar si su pasividad determinaría un incumplimiento de sus deberes legales y, por tanto, es susceptible de generar también para ellos responsabilidad. Además, debe tenerse en cuenta que la puesta en marcha de la restitución generará costes de litigación o de carácter reputacional para la sociedad, potencialmente superiores al beneficio que pueda obtener por su recuperación, lo que haría aconsejable dejar en manos del consejo la oportunidad de reclamar la restitución⁶⁴. En cualquier caso, la decisión constituye un acuerdo del consejo de administración o, en su caso, de la comisión de remuneraciones, sujeto a los requisitos de validez de todo acuerdo social y, en consecuencia, a su régimen de impugnación.

En contra de la postura favorable a la discrecionalidad del órgano juega el reparto de poder en los órganos de administración en nuestro modelo de capital. La tradicional *captura* de los consejeros externos por los internos sugiere que los primeros preferirán no adoptar medidas que los enfrenten

⁶³ HEINEMAN, B. W. JR.: «Making sense out of clawbacks», cit., pág. 3.

⁶⁴ No comparten este argumento «The Dodd-Frank clawback and the problem of excess pay», cit. pág. 18.

al núcleo accionarial que los ha designado, poniendo en peligro su permanencia en el cargo⁶⁵. Otra consecuencia de otorgar libertad al consejo de administración es que los consejeros beneficiarios del exceso, conscientes de lo improbable de que se dirija una acción de reclamación contra ellos, encuentren un incentivo a seguir percibir emolumentos de cuyo cálculo erróneo son conscientes. Este problema se inscribe en otro más amplio relativo al *enforcement* de la responsabilidad de los administradores en las sociedades cotizadas de capital concentrado. Así, si el beneficiario de conceptos erróneamente calculados tiene la seguridad de que la sociedad no reclamará el reembolso, encuentra un incentivo a no devolver su importe y, en caso de tener capacidad de intervención en su percepción, a incrementar su beneficio, incurriendo en una infracción de deberes fiduciarios. En cambio, si la sociedad es capaz de generar la expectativa creíble de que reclamará en todo caso el reembolso, incluso recurriendo a la vía judicial⁶⁶, el beneficiario encontrará razones para restituir inmediatamente.

Nos parece que existen elementos suficientes para que el consejo se vea constreñido a instar, al menos, la reclamación extrajudicial del exceso retributivo abonado como consecuencia de errores en el cálculo de los parámetros de referencia. Además, el acuerdo de convalidación del exceso por parte del consejo –por ejemplo, bajo el argumento de que la conservación premia la labor del perceptor, transformando el exceso en un *bonus*– sería impugnabile por constituir una lesión al interés social en beneficio de un tercero y, al tiempo, generador de responsabilidad para estos de no concurrir los presupuestos del artículo 226 de la LSC. Cuestión distinta es que no lograda la recuperación el órgano prefiera no acudir a la vía judicial para lograr el reembolso⁶⁷, considerando los costes derivados de la litigación y las implicaciones reputacionales.

Reclamada la retribución por el consejo, la negativa del consejero beneficiario a devolver el importe puede ser valorada como desleal, con independencia de la existencia de una cláusula contractual que prevea el deber de hacerlo. Este extremo indica que el cauce societario permanece a disposición de la sociedad al margen de la existencia de una política *clawback*, pero, además, la contraposición de intereses probablemente genere una quiebra en la relación fiduciaria determinante del cese. Este factor incentiva que el consejero se vea compelido al reembolso ante el riesgo de que no hacerlo suponga un incumplimiento de su deber de lealtad determinante de la pérdida de la indemnización por cese reconocida a su favor por aplicación del artículo 217.2 f) de la LSC.

⁶⁵ De hecho, se ha puesto de manifiesto con notable acierto que las cláusulas que ahora se analizan ni siquiera serían necesarias si fuera predicable del órgano una auténtica independencia. FRIED, J. M. y SHILON, N.: «Excess-Pay Clawbacks», cit., págs. 732 y 739. Los autores añaden que el escaso porcentaje de capital en manos del consejo de administración justifica que obtengan escaso beneficio económico personal en solicitar la restitución, argumento que decae si se aplica a nuestro modelo de propiedad.

⁶⁶ KALSS, S.: «Share holder suits: Common problems, different solutions and first steps to wards a possible harmonisation by means of a European Model Code», cit., pág. 332, siendo lo contrario peligroso desde el punto de vista de la eficacia de las normas sobre responsabilidad (pág. 334).

⁶⁷ Desde una óptica más amplia sobre el diseño regulatorio del régimen de acciones de responsabilidad de los administradores, KALSS, S.: «Share holder suits: Common problems, different solutions and first stepstowards a possible harmonisation by means of a European Model Code», cit., pág. 333.

A la vista de lo expuesto, nos parece que la solución pasa por limitar la discrecionalidad del consejo, al menos, en relación con la reclamación por vía extrajudicial, dejando en manos de la propia sociedad la decisión sobre el recurso a los tribunales en caso de no lograrse la devolución. Ello es así porque, a nuestro juicio, notificado al consejero el deber de restituir el exceso, este cuenta con incentivos suficientes para hacerlo ante el riesgo de que la pérdida ocasionada por la devolución sea superior al beneficio obtenido con la retención.

Un segundo nivel en el análisis de la discrecionalidad del consejo de administración se relaciona con los supuestos en que, además de decidir sobre la oportunidad de reclamar el reembolso, el órgano deba valorar la concurrencia de negligencia o deslealtad del consejero beneficiario. En la doctrina estadounidense esta posibilidad se plantea cuando las *clawbacks* prevén la devolución de la retribución como consecuencia de incumplimiento de deberes fiduciarios. En cambio, en relación con las *clawbacks* que se limiten a recoger las previsiones de la recomendación 63 del CBGSC, parece que el consejo solo deberá valorar la deslealtad del beneficiario si este se opone a reembolsar a la sociedad el exceso retributivo. Con independencia del supuesto en que el consejo deba decidir a este respecto, se ha señalado con acierto que atendiendo a la estructura de poder del órgano de administración, si se deja en manos del consejo la constatación de la conducta desleal, es probable que concluya que esta no existió⁶⁸. Si, además, de esta decisión depende el nacimiento del deber de reembolsar a cargo del consejero, la libertad del consejo en este punto pone en peligro la credibilidad de las *clawbacks*⁶⁹.

2.5.3. El alcance temporal

La recomendación 63 del CBGSC no determina el alcance temporal recomendado de las previsiones de restitución, es decir, el grado de retroacción del mecanismo a la hora de reclamar el exceso satisfecho, así como, en su caso, momento final. La mención es prescindible por cuanto parece lógico que la regla general sea extender la reclamación a todo el tiempo durante el que los conceptos hubieran sido indebidamente percibidos y así se consigne en el contrato. En caso de seguir recibiendo algún concepto retributivo después del cese o depender la indemnización de parámetros oscilantes, parece que también a tales percepciones puede extenderse la previsión. La omisión plantea, sin embargo, la duda sobre si el regulador considera como *best practice* dejar en manos del consejo de administración la decisión sobre la retroacción temporal que ha de tener la reclamación. La relevancia del ámbito temporal deriva de la influencia de las *clawbacks* federales (Dodd-Frank y SOX) que sí establecen un plazo de 3 años y 12 meses, respectivamente. Una duda adicional se plantearía en su coordinación con los plazos de ejercicio y caducidad de las acciones de impugnación y responsabilidad frente a los administradores sociales. Por un lado, es probable que el exceso se verifique una vez transcurrido el plazo para la impugnación del acuerdo en el que se aprueba la retribución o la propia política de remuneraciones, pero, además, es im-

⁶⁸ FRIED, J. M. y SHILON, N.: «Excess-pay clawbacks», cit., pág. 737.

⁶⁹ ID, pág. 738, proponen configurar como imperativa la reclamación de la devolución en supuestos de irregularidad constatada en la conducta del consejero.

probable que el exceso en el resultado del cálculo determine la invalidez de los acuerdos en los que se reconozca el esquema o el concreto paquete retributivo. En cambio, el acuerdo en el que el consejo permitiera al beneficiario conservar el importe se somete a un plazo de impugnación de 30 días para su ejercicio dentro del lapso de caducidad máximo de 3 meses, mientras que la posibilidad de activar la reclamación contractual permanecería a disposición de la sociedad, en principio, con un plazo de prescripción general de 15 años (art. 1.964 CC).

V. LA COORDINACIÓN CON LOS REMEDIOS LEGALES SOCIETARIOS

A lo largo del estudio se ha reiterado que la alternativa contractual no es óbice al recurso a los remedios generales, así como a los articulados por el Derecho de sociedades de capital para enfrentar los supuestos en que se produce un exceso retributivo en favor de un consejero. Expuestas las razones, tipológicas y relacionadas con la estructura de capital, que justifican la preferencia por las *clawbacks* contractuales, procede analizar las posibilidades que ofrecen los cauces propios de nuestra disciplina, a saber, las acciones de impugnaciones frente a los acuerdos sociales y las acciones de responsabilidad. Se ha advertido que, teniendo en cuenta el flujo de información entre el grupo de control y los socios externos, consecuencia, como se ha expuesto, del modelo de propiedad, difícilmente será posible para los sujetos dispuestos a accionar los mecanismos ahora estudiados acreditar una infracción de sus deberes por parte de los administradores. Esta circunstancia no debe servir para excluir el análisis de los supuestos patológicos en los que el propio consejero beneficiario o, en su caso, el consejo de administración, incurren en conductas susceptibles de sanción por esta vía.

1. LA IMPUGNACIÓN DE ACUERDOS SOCIALES

La impugnación, que permite dejar sin efecto los acuerdos de los órganos sociales, bien de la Junta general, bien del órgano de administración, puede tener cierta relevancia en la materia que nos ocupa. El papel decisorio de la Junta en materia de retribución se limita a la aprobación de su importe máximo (art. 217.1 LSC), recogido en este caso en la política de remuneraciones, así como a un pronunciamiento de carácter no vinculante (art. 541.4 LSC). Conviene recordar que uno de los factores que explican la difusión de las políticas *clawback* es precisamente la generalización del *sayonpay*, ante las consecuencias reputacionales que tendría para la sociedad que su Junta general se pronunciara negativamente sobre la retribución de los consejeros y, sin embargo, aquella no contara con mecanismos para restaurar el desequilibrio en la remuneración. De esta forma, la *clawback* contractual se perfila como un mecanismo para evitar la impugnación de acuerdos sociales o las acciones de responsabilidad en tanto el consejo haya restaurado la situación, instando la recuperación el exceso satisfecho a los administradores⁷⁰.

⁷⁰ En sentido similar se pronunciaba SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J.: «Crisis económica y gobierno corporativo», cit., pág. 84, entendiendo que la devolución paliaba el riesgo de que se ejercitaran acciones de responsabilidad frente a los administradores sociales.

Son, principalmente, dos los acuerdos sociales cuya impugnación puede resultar el medio adecuado para enfrentarse a los supuestos planteados a lo largo del estudio. Por un lado, parece posible hallar un acuerdo impugnabile en el artículo 529 nonies de la LSC que exige consignar el resultado de la evaluación del desempeño en acta del consejo de administración o incorporarla como anejo. Pero, además, de ser conocido, los socios o administradores disconformes podrían cuestionar el acuerdo del consejo o de la comisión por el que se convalida el exceso retributivo.

2. LAS ACCIONES DE RESPONSABILIDAD FRENTE A LOS ADMINISTRADORES SOCIALES

El segundo remedio propio de la normativa societaria son las acciones social e individual de responsabilidad frente a los administradores sociales. A este punto deben traerse las consideraciones realizadas anteriormente sobre el escaso uso de esta clase de arbitrios en las sociedades cotizadas europeas. Es posible anticipar el fracaso de las acciones en los supuestos en que el exceso se derive de un mero error de previsión en los parámetros de referencia o de la falta de diligencia de un tercero (el experto externo o la propia comisión de nombramientos), sin intervención del consejero, aunque es cierto que el Tribunal Supremo ha imputado deslealtad al consejero por la mera percepción de una retribución tóxica⁷¹. Adicionalmente, las dificultades de acceso a la información por quienes estarían dispuestos a ejercitar las acciones de responsabilidad entorpecerán la acreditación de los elementos sobre los que se funda la reclamación y, especialmente, la negligencia y deslealtad.

La reclamación del reembolso del exceso a través de una acción de responsabilidad plantea una dificultad conceptual adicional y es la de identificar el importe indebidamente satisfecho con el daño causado al patrimonio social *ex* artículo 236.1 de la LSC. Tras la reforma operada por la Ley 31/2014, la Ley de Sociedades de Capital incorpora a las acciones de responsabilidad derivadas de la infracción del deber de lealtad la posibilidad de reclamar no solo el daño causado al patrimonio social, sino también el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador (art. 227.2 LSC). De este modo, resultaría posible reclamar como enriquecimiento injusto, al amparo del artículo 227.2 de la LSC, el beneficio obtenido por el consejero como consecuencia de la transmisión de los instrumentos financieros (acciones, opciones sobre las mismas u otros derechos)⁷².

La caracterización del exceso retributivo como daño patrimonial fricciona con la sugerencia de fundar la pretensión de reembolso en el principio de enriquecimiento sin causa⁷³. En tal senti-

⁷¹ Criterio objetivo que no podemos compartir, posicionándonos en el sentido de HERNANDO CEBRIÁ, L.: «Sentencia del Tribunal Supremo de 25 de junio de 2012 (núm. 391)», cit., pág. 157.

⁷² Como manifestación en nuestro Derecho positivo del *disgorgement* derivado de la infracción de deberes fiduciarios. MCMEEL, G.: *The modern law of restitution*, Londres: Blackstone Press, 2009, pág. 313; JAFFEY, P.: *The nature and scope of restitution*, Oxford/Portland: Hart Publishing, 2000, págs. 401-402.

⁷³ Véase *supra* I V.I.

do, se hace necesario distinguir los supuestos en los que la percepción del exceso se produce sin intervención (negligente ni desleal) del consejero, en cuyo caso es posible fundar la reclamación en la simple concurrencia de un enriquecimiento injusto. En cambio, al tener la acción social de responsabilidad naturaleza compensatoria del daño a través de la reintegración del patrimonio social⁷⁴, el enriquecimiento injusto debería aquí identificarse solo con las cantidades percibidas por el consejero como consecuencia de los intereses generados o la plusvalía obtenida con la transmisión de los instrumentos recibidos. De esta forma, lo que en ausencia de infracción de deberes legales puede ser calificado como enriquecimiento injusto y, por consiguiente, posee función restitutoria, recibe un tratamiento compensatorio a efectos del ejercicio de acciones de responsabilidad⁷⁵. En otros términos, el hecho de que el artículo 227.2 de la LSC distinga conceptualmente entre el daño y el enriquecimiento injusto obtenido por el consejero obliga al reclamante a ofrecer una calificación distinta al exceso retributivo en caso de ejercicio de acciones de responsabilidad.

En el mismo sentido apuntado en relación con las acciones de impugnación, la previsión de devolución por vía contractual debe concebirse como una forma de anticipar la obligación del beneficiario de restituir el exceso, así como de dejar fijada la postura de la sociedad frente a tales supuestos. Ello debería servir para evitar el recurso al (improbable) ejercicio de acciones de responsabilidad, no ya porque la sociedad prefiera activar la cláusula contractual que así lo prevé, sino por haber generado en el beneficiario la convicción de que la sociedad exigirá en todo caso la devolución de lo indebidamente abonado.

VI. REFLEXIONES CONCLUSIVAS

El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas se hace eco de la tendencia a ofrecer información sobre la verificación en la sociedad de fallos en el sistema de retribución, aunque esta obligación se restrinja, por ahora, a los que se producen de manera imprevisible. A la vez, mediante la recomendación objeto de análisis se impulsa la generalización de cláusulas contractuales que permitan a la sociedad recuperar conceptos variables; con toda probabilidad, los redactores son conscientes de lo limitado de las disposiciones legales para articular estas medidas y remiten, en consecuencia, a la sede contractual. Si algo destaca de los supuestos de inadecuación es la variedad de causas que pueden concurrir en su generación y, con ello, también la diversidad de remedios que se presenta para hacerles frente. Se hace necesario un esfuerzo por sistematizar el origen del exceso o inadecuación determinante de la desproporción, bien cambios en la situación

⁷⁴ QUIJANO GONZÁLEZ, J.: *La responsabilidad de los administradores de la sociedad anónima*, Valladolid: Universidad de Valladolid – Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Salamanca, 1985, pág. 206. LARA GONZÁLEZ, R.: «La acción social de responsabilidad: Ejercicio por la sociedad», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, R. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (dirs.), CAMPUZANO LAGUILLO, A. B. (coord.), *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 5.ª ed., Valencia: Tirant lo Blanch, 2013, págs. 89-120, en concreto, págs. 89-90.

⁷⁵ Aplicándose entonces la comparación típica del Derecho de la restitución según la cual compensación es a daño lo que restitución a enriquecimiento injusto; BURROWS, A. S.: *The law of restitution*, Londres: Butterworths, 1993, pág. 1.

económica de la sociedad, incumplimiento de deberes fiduciarios por parte de los administradores o, como ahora, circunstancias específicas vinculadas a la naturaleza de la retribución variable. En todo caso, se advierte una preferencia por reducir la necesidad de poner en marcha las *clawbacks*, extremando el cuidado en el diseño de los esquemas retributivos. El mecanismo restituido, como último recurso, parece estar llamado a lograr el reembolso sin necesidad de entablar acciones judiciales, generales o específicamente societarias.