



Universidad de Valladolid

Facultad de CC. Sociales, Jurídicas y de la Comunicación

Grado en Derecho.

*El Gobierno corporativo: análisis histórico y comparado*

**LAURA ARAGONESES OSORIO**

**TUTORA: CARMEN HERRERO SUAREZ**

## RESUMEN

El presente trabajo tiene como objetivo, analizar la evolución que ha sufrido la regulación en materia de gobierno corporativo en nuestro país y las circunstancias que propiciaron dichos cambios. Para ello, se hará primeramente referencia a los tipos societarios mercantiles y en especial, a la sociedad anónima. Seguidamente el trabajo se centrará en los países cuya regulación ha servido de base para conformar la nuestra y por ende se expondrán las normas y códigos que han abordado dicha cuestión tanto en EE.UU como en Reino Unido.

Asimismo, se estudiarán los Códigos de adopción voluntaria que se elaboraron en España en materia de gobierno corporativo y, a la vez, se hará referencia a la normativa legal que, poco a poco, fue convirtiendo en disposiciones imperativas las recomendaciones más relevantes de los Códigos.

**Palabras clave:** Gobierno corporativo, códigos de adopción voluntaria, sociedad anónima cotizada, accionistas, abstencionismo.

## ABSTRACT

This work aims to analyze the evolution of Corporate governance regulation in Spain and the circumstances that caused the progressive changes. To do so, we will firstly expose the most important aspects of the regulation of USA and United Kingdom about Corporate Governance, due to the importance and transcendence of both systems in our currently regulatory system.

In the other hand, we will study de Codes of Corporate Governance that have been promulgated in Spain. At the same time we will make special reference to the Laws that have introduced in the Spanish legal framework some of the recommendations of these voluntary Codes.

**Key words:** Corporate governance, voluntary codes, shareholders, abstencionism.

# ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. TIPOS SOCIETARIOS MERCANTILES. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA.....	6
2.1 Tipos societarios mercantiles.....	6
2.2 Origen de las sociedades anónimas, evolución y regulación.....	8
3. EL DEBATE EN TORNO AL GOBIERNO DE LAS GRANDES SOCIEDADES: EE.UU.....	13
3.1. Antecedentes del debate. Flexibilización del modelo orgánico de las <i>Corporations</i> . ..	14
3.1.1 Aumento del tamaño de las empresas.....	15
3.1.2 Paul Vs Virginia.....	17
3.1.3 Common law.....	18
3.2 Corrientes doctrinales y el Gobierno corporativo en el ámbito estadounidense.....	18
3.2.1 Contractualismo Vs Institucionalismo.....	20
4. EL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	27
5. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO EN REINO UNIDO.....	29
5.1 El informe Cadbury.....	31
5.2 El informe Greenbury.....	34
5.3 El informe Hampel.....	36
5.4 Las modificaciones al Código combinado y el actual Código de Gobierno corporativo.....	37
5.4.1 Revisión Higgs y Código combinado de 2003.....	37
5.4.2 Código combinado de 2006 y Código combinado de 2008.....	39
5.4.3 Los inversores institucionales y The UK Corporate Governance Code.....	39
6. EL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA Y SU AUGE EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS.....	41
6.1 El Código Olivencia y sus precedentes.....	42

6.1.2 Razones que justifican la reforma. ....	43
6.1.3. Voluntariedad del Código Olivencia. ....	45
6.1.4 Destinatarios del Código Olivencia. ....	47
6.1.5 Recomendaciones del Código. ....	47
6.2 Informe Aldama .....	52
6.2.1 ¿Por qué un nuevo código?.....	52
6.2.2 Recomendaciones destacables. ....	54
6.3 Ley 26/2003 de 17 de julio por la que se modifican la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de valores, y el Texto refundido de la Ley de Sociedades anónimas de 1989 con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. ....	56
6.4 Código Conthe.....	57
6.5 La situación actual en materia de gobierno corporativo en nuestro país. ....	62
7. CONCLUSIONES .....	63
8. BIBLIOGRAFÍA .....	67
ANEXO 1.....	72

## 1. INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas se ha suscitado un debate en torno a la gobernanza de las sociedades tanto en nuestro país como en los países vecinos, que responde a una situación de desconfianza hacia los consejeros y altos directivos de las grandes sociedades debido a la mala gestión por parte de éstos. Aunque el debate en otros países se inició con anterioridad, en España se originó a lo largo de la década de los 90 como consecuencia de acontecimientos relacionados con la mala gobernanza de las sociedades y el alejamiento entre los sujetos que ostentaban la propiedad de éstas y los que se encargaban del control y dirección de las mismas. Los problemas se veían agravados en las grandes sociedades que cotizaban en el mercado secundario de valores, debido a la particular estructura accionarial de éstas.

Por todo ello, se consideró necesario establecer una serie de medidas dirigidas a lograr el control y supervisión de las actuaciones de los directivos y administradores. Fueron varias las cuestiones debatidas antes de pasar a establecer o proponer soluciones concretas, el propio concepto de gobierno corporativo trajo consigo una importante discusión que a día de hoy sigue suscitándose. Por otro lado, era necesario compaginar tanto el principio de libertad de empresa, reconocido en el artículo 39 de la Constitución española, como el de la autonomía de la voluntad de los socios establecido en el artículo 28 de la Ley de sociedades de capital, con la necesidad de proteger a los sujetos relacionados con las empresas, es decir, a los accionistas, inversores, acreedores, etc. Asimismo, era de gran importancia lograr la competitividad de nuestro mercado bursátil con el de los homólogos europeos y proteger el sistema económico-financiero del país, el cual dependía indudablemente de la marcha de las grandes sociedades Españolas.

En virtud de la libertad de empresa y de la autonomía de la voluntad de los socios, las normas en materia societaria y en especial las disposiciones que han venido regulando la estructura interna societaria han sido en nuestro país mayormente de carácter dispositivo, por ello, cuando se procedió a llevar a cabo cambios en materia de gobierno societario se optó, siguiendo los precedentes Anglosajones, por los códigos de adopción voluntaria, elaborados por especialistas y cuyas recomendaciones podían o no ser introducidas en los documentos sociales (estatutos y reglamentos internos).

Si eran incorporadas a los documentos sociales se convertían automáticamente en obligatorias, pero nunca en virtud de una norma legal que así lo estableciera, sino en virtud de las obligaciones contractuales contraídas al constituir dichos documentos.

Las recomendaciones de los códigos voluntarios no fueron suficientes para lograr los estándares en materia de gobierno corporativo que venían exigiéndose por lo que, en los últimos años, el legislador ha tomado la decisión de incorporar al marco legal las recomendaciones más relevantes de éstos y a las cuales se les atribuyó, ahora sí, un carácter imperativo.

## 2. TIPOS SOCIETARIOS MERCANTILES. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA.

Los dos grandes tipos de sociedades mercantiles que nuestra legislación recoge son las sociedades personalistas y las sociedades de capital. Las que en mayor medida nos interesan para la elaboración de este trabajo son las sociedades de capital y, en concreto, las sociedades anónimas. Tiene una enorme importancia el origen, evolución y regulación en nuestro ordenamiento de éstas para poder, posteriormente, analizar el debate que surgió en torno a la gobernanza de las sociedades anónimas.

### 2.1 Tipos societarios mercantiles.

Las sociedades mercantiles pueden tener carácter personalista o carácter capitalista, esta sería la distinción tradicional. Se configuran así, los dos grandes tipos societarios mercantiles; las sociedades personalistas y las sociedades de capital. Existen ciertos aspectos fundamentales que permiten llevar a cabo una comparación de ambas modalidades. Los más significativos serían los siguientes:

- En primer lugar, **la importancia o no de las condiciones personales de los socios:**
  1. En las sociedades personalistas las condiciones personales de los socios son fundamentales tanto en el momento de constitución como en el día a día de la sociedad<sup>1</sup>. Se admite, como norma general, la aportación de trabajo personal e industria.
  2. En las sociedades de capital, por lo general, dichas condiciones carecen de relevancia, importando las aportaciones de capital que los socios hagan a la sociedad. Una manifestación de esta característica es la prohibición de la existencia de socios industriales en dichas sociedades.

Esta distinción tiene gran importancia en relación a la transmisión de la condición de socio, puesto que en el caso de las sociedades personalistas dicha transmisión se somete

---

<sup>1</sup>Vid. ALCALÁ: “Las sociedades mercantiles. Teoría general” en ALONSO (Dir): *Derecho de sociedades*, Barcelona, 2014, p.35.

a límites, necesitándose el consentimiento del resto de socios, así se establece en el art 143 del Código de comercio.

El régimen de transmisión en el marco de las sociedades de capital atendiendo a los artículos 123.2 y 123,3 Ley de Sociedades de Capital, es por lo general, todo lo contrario, llegándose incluso a recoger como característica principal de éstas la libre transmisión de la condición de socio. Dicha particularidad supone que los accionistas pueden ir cambiando a lo largo de la vida de la sociedad.

Es conveniente destacar que la excepción a este régimen sería el establecido para la sociedad de responsabilidad limitada donde la regla general es que las cláusulas que hagan totalmente transmisibles las participaciones serían nulas, se ve así el límite que la Ley de Sociedades de Capital, en su artículo 107, establece en torno a la transmisión de la condición de socio, esto se debe a que se trata de una sociedad cerrada mientras que la sociedad anónima es una sociedad abierta.

- En segundo lugar, **la responsabilidad limitada e ilimitada de los socios**. Es una de las diferencias más importantes entre ambos tipos societarios:
  1. En las sociedades de capital, los socios no responden en ningún caso de las deudas sociales. Se lleva a cabo una separación entre el patrimonio social y el patrimonio de los socios<sup>2</sup>.
  2. En las sociedades personalistas, los socios sí responden de dichas deudas sociales, y lo hacen de forma subsidiaria a la sociedad y solidariamente entre ellos. Se trata de una responsabilidad tanto personal como ilimitada. (Quedan afectos a esta responsabilidad los bienes tanto presentes como futuros.)
- Por último, **la administración y gestión de la sociedad**. Ésta es la característica con mayor importancia para la elaboración del presente trabajo:
  1. En el caso de las sociedades personalistas, la administración de la sociedad recae sobre los propios socios, así lo recoge el artículo 129 del Código de comercio.

---

<sup>2</sup>Vid. ALCALÁ “Las sociedades mercantiles...” cit. p.36. Vid. También en cuanto a la responsabilidad de los socios: BROSETA/ MARTINEZ: *Manual de derecho Mercantil...*, cit. p.279.

2. En cambio, las sociedades de capital se rigen a través de los órganos sociales, que pueden o no estar formados por socios. De esta forma, se produce en muchas ocasiones una verdadera separación entre la propiedad y gestión de la sociedad<sup>3</sup>, aún así hay que tener en cuenta que las competencias y el régimen de estos órganos sociales se encuentran regulados mediante normas de carácter imperativo<sup>4</sup>.

Para finalizar, es importante distinguir que dentro de las sociedades personalistas encontramos con la sociedad colectiva y la sociedad comanditaria simple y dentro de las sociedades de capital, distinguimos, la sociedad anónima (es la que mayor trascendencia tiene en la actividad económica debido a la importancia y magnitud de las empresas que adoptan este modelo); la sociedad de responsabilidad limitada (surge en la segunda mitad del siglo XIX como alternativa para las pequeñas y medianas empresas) y, por último, la sociedad comanditaria por acciones<sup>5</sup>.

## 2.2 Origen de las sociedades anónimas, evolución y regulación

El origen de las sociedades anónimas y la evolución de éstas es un aspecto importante a la hora de poder comprender más adelante el concepto de Gobierno corporativo, el debate en torno a éste, y la evolución en cuanto su regulación.

Como se analizará posteriormente, el movimiento denominado *corporate governance* o *gobierno societario* tiene sentido en el ámbito de las sociedades anónimas y, con mayor importancia, en las denominadas sociedades anónimas cotizadas, aunque las recomendaciones que se han ido proponiendo son susceptibles de ser aplicadas por otras sociedades para mejorar así sus estructuras de gobierno<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup>Vid. PAZ-ARES: "Lección 16. Las sociedades mercantiles" en MENENDEZ/ROJO (Dir): *Lecciones de Derecho Mercantil I*, Navarra, 2014, p.383.

<sup>4</sup> Vid. ALCALÁ: "Las sociedades mercantiles...", cit. p.36.

<sup>5</sup>Vid. IGLESIAS/GARCÍA DE ENTERRÍA: "Las sociedades de capital. Aspectos básicos" en MENENDEZ/ ROJO (Dir): *Lecciones de Derecho Mercantil I*, Navarra, 2014, pp.415 y ss. Estos autores llevan a cabo una clasificación de las formas societarias dentro de las sociedades personalistas y las sociedades de capital.

<sup>6</sup>Vid. FERNANDEZ DE LA GANDARA: "El debate actual sobre el gobierno corporativo" en ESTEBAN (Coordinador): *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, p. 77.

La sociedad anónima encuentra sus orígenes en las compañías que aparecieron durante el siglo XVII tras el descubrimiento de América. La corona necesitaba llevar a cabo la conquista y explotación de los nuevos territorios y, además, aparecieron nuevas rutas comerciales cuya explotación solamente era posible mediante grandes sociedades mercantiles<sup>7</sup>. Así surgen las Compañías coloniales.

Es de enorme importancia la *East India Company* que data de 1600. Se trata de una compañía Inglesa creada mediante una concesión pública (de la Corona), denominada *Charter*, que permitía explorar, colonizar y desarrollar actividades comerciales en los nuevos territorios<sup>8</sup>.

Este modelo basado en los *Charters* para la creación de sociedades se comenzó a utilizar en Estados Unidos entorno al S.XVIII, pero mediante la utilización de decretos de los parlamentos estatales. Se examinaban caso por caso las solicitudes de constitución de sociedades y una vez llevado a cabo dicho estudio se aprobaba un decreto en el que se recogían numerosos aspectos que hacían referencia a la estructura interna y funcionamiento de la sociedad.

Con el tiempo se puso de manifiesto la imposibilidad de estudiar de forma individualizada las solicitudes y en 1811 el Estado de Nueva York promulgó por primera vez una ley general de sociedades anónimas, con arreglo a la cual se podría autorizar la creación de una sociedad cuando ésta reuniera los requisitos normativos.

Por otro lado, en Europa, nació en 1602 la Compañía Holandesa de las Indias orientales. Es sorprendente que haya sido considerada como la primera compañía colonial de la historia a pesar de la aparición de la compañía Inglesa dos años antes. Si comparamos

---

<sup>7</sup>Vid. ALCALÁ: "Las sociedades mercantiles...", cit. p.22 y ss. También en referencia a los antecedentes y evolución histórica de la SA Vid BROSETA/ MARTINEZ: *Manual de derecho Mercantil...*, cit., pp.326 y ss.

<sup>8</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia en el Movimiento de reforma del Derecho Europeo*, Navarra, 2003, pp.39 y ss. Este autor a través de estas páginas explica el precedente y la evolución de lo que hoy en día conocemos como sociedad anónima en Europa o lo que se denomina "Corporación" en el ámbito del Common law.

la Compañía Holandesa de las Indias con las presentes sociedades podemos asegurar que existían en ésta características propias<sup>9</sup> de la sociedad anónima actual, como por ejemplo:

- La compañía se creó mediante las diversas aportaciones de capital que hicieron los inversores. Estas inversiones se representaban mediante acciones, se trataba de un documento que representaba una parte alícuota del capital social.
- Los socios gozaban de una responsabilidad limitada a la cantidad que habían aportado. Esto encuentra justificación en los enormes riesgos existentes que ponían en peligro la seguridad de la compañía.

A pesar de estos aspectos comunes con las sociedades anónimas actuales, existían grandes diferencias:

- Se trataba de compañías privilegiadas, que se creaban de forma excepcional a través de concesiones del poder público que reconocían el monopolio de explotación de los nuevos territorios descubiertos. La iniciativa era pública.
- Por otro lado, no todos los accionistas gozaban de los mismos derechos, produciéndose grandes desigualdades entre éstos.

Tras la revolución industrial que se inició en Gran Bretaña en la segunda mitad del siglo XVIII y la revolución Francesa en 1789, tuvo lugar la llegada del Estado liberal. En esta etapa cobran importancia principios como la libertad de empresa o la igualdad de todos los ciudadanos<sup>10</sup>. Al mismo tiempo, se sustituye la iniciativa pública por la iniciativa privada, en gran medida, debido a la importancia del comercio privado en ese momento. No obstante, a pesar de que la iniciativa para la constitución de sociedades pasó a ser privada, seguía siendo necesaria una autorización del Estado para su constitución

Con la industrialización, por tanto, se pone de manifiesto la necesidad de grandes capitales para poder llevar a cabo determinadas actividades económicas, como fue, por

---

<sup>9</sup> Vid. BROSETA/ MARTINEZ: *Manual de derecho Mercantil...*, cit., p.326 y también Vid. ALCALÁ: "Las sociedades mercantiles...", cit. p.24.

<sup>10</sup> Vid. ALCALÁ: "Las sociedades mercantiles...", cit. p.24.

ejemplo, la construcción de las vías del ferrocarril<sup>11</sup>. La sociedad anónima se postuló como el instrumento perfecto para reunir estos grandes capitales.

El Código de comercio napoleónico de 1807 fue el que por primera vez recogió y reguló las sociedades anónimas como forma evolucionada de las compañías coloniales. En España tuvimos que esperar hasta el Código de comercio de 1829 el cual exigía la aprobación previa de los estatutos sociales por parte de los tribunales de comercio. Además se igualaron las posiciones de los socios y el funcionamiento de éstas pasó a ser democrático<sup>12</sup>. A este fenómeno se le conoce como *democratización* de la sociedad anónima<sup>13</sup>.

Con la aparición de los códigos de comercio europeos de la segunda mitad del siglo XIX se suprime definitivamente el requisito de la autorización/aprobación previa. Esta fórmula se sustituye por la aparición de normativa de carácter imperativo que buscaba la protección del tráfico económico y de terceros. Dicho marco normativo se incorpora en España al Código de comercio de 1885 vigente hoy en día<sup>14</sup>.

La última fase de la regulación de las sociedades de capital en nuestro país viene marcada por la insuficiencia del Código de comercio de 1885 para establecer un adecuado régimen, sobre todo, de las sociedades anónimas. Por ello, se asiste en el siglo XX a la descodificación<sup>15</sup> mediante la promulgación de leyes especiales:

- **Ley de 17 de julio de 1951, sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas.**

---

<sup>11</sup> Vid. BROSETA/ MARTINEZ: *Manual de derecho Mercantil...*, cit. p.327.

<sup>12</sup> Vid. ALCALÁ: “Las sociedades mercantiles...”, cit. p.24.

<sup>13</sup> Vid. MÁRTINEZ-ECHEVARRÍA: “La defensa del interés social y la titularidad del patrimonio social” en MÁRTINEZ ECHEVARRÍA (Dir): *Gobierno corporativo: La estructura del Órgano de Gobierno y la Responsabilidad de los Administradores*, Navarra, 2015, p.101.

<sup>14</sup> Vid. ALCALÁ: “Las sociedades mercantiles...”, cit. pp.24. y ss.

<sup>15</sup> Vid. MÁRTINEZ-ECHEVARRÍA: “La defensa del interés social y la titularidad del patrimonio...” cit. p.103, también en atención a esta etapa de descodificación, promulgación de leyes especiales y entrada en la CEE de España en 1986 al igual que la posterior evolución de la regulación de las sociedades de capital Vid BROSETA/ MARTINEZ: *Manual de derecho Mercantil...*, cit. pp.328 y ss. y Vid. ALCALÁ: “Las sociedades mercantiles...”, cit. pp.25 y ss.

- **Ley de 17 de julio de 1953, sobre régimen jurídico de las sociedades de responsabilidad limitada.** En ésta, se reguló dicho tipo societario como una anónima sin acciones lo que supuso que no se le otorgó una verdadera capacidad de adaptación a las pequeñas y medianas empresas que buscaban una alternativa a la sociedad anónima. Por ello en 1995 se promulgó una nueva ley que fijó el ámbito “económico-empresarial de la sociedad de responsabilidad limitada”<sup>16</sup>.

Con la entrada de España en la CEE, en enero de 1986, fue necesario adaptar la normativa interna, referente a las sociedades de capital y, sobre todo, en materia de sociedades anónimas, a las Directivas comunitarias. Por ello se promulga en España **la Ley 19/1989 de 25 de julio de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad económica europea en materia de sociedades.** Esta ley supuso la modificación de la ley de 1951 sobre el régimen de las sociedades anónimas a la vez que contenía un mandato al gobierno para que aprobara un único texto que reuniese toda la normativa referente a las sociedades anónimas. Por consiguiente, se aprueba el **Real decreto Legislativo 1564/1989 de 22 de diciembre por el que se aprueba el texto refundido de la ley de Sociedades Anónimas.**

Por otro lado, se examinará más adelante, como en los años noventa tiene lugar en Europa el inicio del debate en torno al gobierno de las sociedades<sup>17</sup>. Debido a esto, poco a poco, se fueron sucediendo reformas legislativas que afectaron en mayor medida a la regulación del gobierno de las sociedades anónimas y, en concreto, a las cotizadas:

- **La Ley de transparencia de 2003** modificó el Real decreto Legislativo 1564/1989 para lograr una mayor transparencia en las sociedades anónimas cotizadas, y a la vez modificó la ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores.

---

<sup>16</sup> Vid. ALCALÁ: “Las sociedades mercantiles...”, cit. p.27.

<sup>17</sup> Vid. ESTEBAN: “Presentación: ¿Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas?” en ESTEBAN (Coordinador): *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, p.25. Este autor explica el origen del debate en torno al *Corporate Governance*, que tuvo lugar en EE.UU en los años setenta, pero que no se inició en Europa hasta los años noventa. También Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. pp.101 y ss y pp.529 y ss en atención al origen del Gobierno corporativo y su expansión durante la década de los 90 por los países europeos.

- **En el 2009, la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (Ley 3/2009, de 3 de abril)** incorporó un mandato para la promulgación de un único texto que recogiese toda la normativa referente a las sociedades de capital.

En cumplimiento de dicho mandato se aprobó y se promulgó **el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades de capital**, derogándose así la Ley de sociedades anónimas de 1989 y la Ley de sociedades de responsabilidad limitada de 1995.

Dicha Ley de sociedades de capital ha sido modificada posteriormente. Cabría destacar **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**.

Para finalizar hay que tener en cuenta que en 2014 se aprobó el Anteproyecto de Ley de Código Mercantil y su entrada en vigor supondría la derogación del Código de comercio y de la Ley de sociedades de capital del 2010.

### **3. EL DEBATE EN TORNO AL GOBIERNO DE LAS GRANDES SOCIEDADES: EE.UU**

Una vez expuesto lo anterior podemos pasar a estudiar lo que es realmente el objeto de este trabajo; el gobierno de las sociedades de capital y el debate surgido en cuanto a la necesidad o no de regular la actividad de los sujetos, en especial la de los administradores de la sociedad, y el medio más adecuado para llevar a cabo dicha regulación. Se analizarán los antecedentes del debate que se originó en EE.UU en la década de los 70 y tuvo repercusión en Europa a partir de la década de los 90. Por ello EE.UU tiene una enorme importancia, ya que en gran medida, los avances y las propuestas estadounidenses tuvieron reflejo en las ulteriores reformas llevadas a cabo en esta materia en Europa a finales del siglo XX.

Al debate<sup>18</sup>, que se desarrolló tanto en un contexto económico como jurídico, se le dio el nombre de *Corporate Governance*. Se trata de un vocablo cuyo origen se encuentra en EE.UU y su traducción al español sería Gobierno corporativo.

### 3.1. Antecedentes del debate. Flexibilización del modelo orgánico de las *Corporations*.

En la segunda mitad del siglo XIX y durante el siglo XX, todos los Estados se inclinaron por una tendencia liberalizadora de las normas que regulaban el modelo orgánico de las sociedades anónimas<sup>19</sup>. Estas normas, progresivamente, pasaron de tener un carácter imperativo a ser en la mayoría de los casos dispositivas, dejando en manos de la autonomía estatutaria aspectos de gran relevancia. Este carácter flexible de las normas societarias supuso otorgar una mayor importancia a la autonomía privada y se fueron atribuyendo, poco a poco, mayores competencias y una mayor libertad a los órganos de administración de las sociedades. Esto supuso el detrimento de la junta de accionistas.

Alonso Ureba<sup>20</sup> señala que el Derecho de sociedades estadounidense de la segunda mitad del siglo XIX se caracteriza por la gran desregulación que sufrió el régimen orgánico de las sociedades anónimas. Esta desregulación en materia de órganos societarios se mantiene también en las reformas legislativas que se llevan a cabo durante el siglo XX, en vista de ello, el régimen orgánico o estructural y fundamentalmente las vías de control de la dirección, fueron objeto de una construcción esencialmente jurisprudencial<sup>21</sup>. Éste es el aspecto característico de los ordenamientos que pertenecen al *common law*.

El protagonismo otorgado, en ésta etapa, a la autonomía privada tuvo su reflejo en los textos legales, al regular los documentos societarios, y también en el carácter dispositivo de la mayoría de las disposiciones legales referentes a las sociedades<sup>22</sup>.

---

<sup>18</sup> Vid. BERNET: “El gobierno de las sociedades abiertas” en Revista de Derecho, Vol. XVI, 2004, p.34.

<sup>19</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. p.49.

<sup>20</sup> Vid. ALONSO: “El gobierno de las grandes empresas” en ESTEBAN (Coordinador): *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, p.111.

<sup>21</sup> Vid. ALONSO: “El gobierno de las grandes empre...”, cit. p.112.

<sup>22</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. pp.75 y ss en atención a los documentos societarios.

Existen varias razones que explican esta flexibilización del derecho de sociedades estadounidenses, las cuales se pasan a explicar seguidamente.

### *3.1.1 Aumento del tamaño de las empresas*

El modelo de creación de las sociedades mediante *Charters* que venía aplicándose en EE.UU desde el S.XVIII suponía que la estructura orgánica de éstas venía impuesta por dicha concesión pública<sup>23</sup>. Además, con la aparición de los primeros textos legales estatales a finales del siglo XIX, se tipificaba el modelo de estructura societaria, lo que la doctrina estadounidense conoce como modelo tradicional de distribución de competencias o modelo legal<sup>24</sup>. Este modelo sostenía lo siguiente:

1. Que la junta de accionista era el órgano soberano a quien correspondían las competencias más significativas. Su función principal sería la de supervisar las decisiones del consejo y su actuación, pudiendo tomar las medidas que considerasen oportunas en atención al comportamiento de dicho órgano.
2. Que el Consejo de administración se ocupaba de la gestión diaria de los asuntos de la sociedad, sometido siempre a la obligación de lealtad hacia los intereses de los socios. Su función consistía en dirigir el día a día de la sociedad y en controlar los comportamientos de los directivos.
3. Que los *Officers* (directivos) se encargaban de poner en marcha las decisiones que acordaba el Consejo de administración.

La imposición de la estructura interna y de las competencias de los diversos órganos que intervienen en las sociedades pronto se puso de entredicho puesto que con el aumento del tamaño de las empresas<sup>25</sup> se vio la ineficacia del modelo legal en las grandes sociedades

---

<sup>23</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. pp.47 y ss

<sup>24</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. p.197 y Vid. MARTINEZ-ECHEVARRÍA: “La defensa del interés social y la titularidad del patrimonio...”, cit. p.106

<sup>25</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. pp.53. y ss hace referencia a la conformación del Derecho de sociedades en el siglo XX y apunta las diversas razones por las que progresivamente se fue llevando a cabo la flexibilización de las normas societarias. Y también en atención al aumento de tamaño de las sociedades estadounidenses Vid ALONSO: “El gobierno de las grandes empresas...”, cit. pp. 111 y ss.

y, en contraposición a éste, aparece el modelo real. El modelo real pasaba a tener en cuenta la realidad práctica que se da en las grandes empresas, donde ni los accionistas ni los administradores llevan a cabo las funciones que se les atribuía en los textos legales<sup>26</sup>.

El modelo legal tenía sentido en las sociedades cerradas porque el accionariado intervenía en la gestión de la sociedad a través del órgano de administración, nombraban a los miembros del consejo e incluso, en ocasiones, formaban parte del mismo. Por el contrario, en las grandes sociedades de carácter abierto y que, además, en la mayoría de los casos, cotizaban en bolsa, el accionariado se caracterizaba por estar muy disperso y, por consiguiente, formado, en muchas ocasiones, por inversores que poco interés tenían en la gestión diaria de la empresa.

Lo mismo sucedía con el consejo de administración. Éste no cumplía con la función de dirección que legalmente se le atribuía ya que en la práctica la gestión y dirección de estas grandes sociedades las llevaban a cabo los *officers*/directivos. Por otro lado, en muchas ocasiones, el presidente del consejo de administración era, además, director ejecutivo por lo que se hacía difícil que el consejo llevara a cabo la función de control que también se le atribuía<sup>27</sup>.

Como hemos mencionado, el aumento del tamaño de las empresas fue uno de los factores que provocó la desregularización. Se consideró necesario que las sociedades pudieran escoger el modelo de estructura organizativa que más les interesase atendiendo a las particularidades concretas de la empresa<sup>28</sup>. La corriente generalizada optó por otorgarle mayores competencias al órgano de administración lo que significó retirárselas a la junta de accionistas.

---

<sup>26</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia ...*cit. p.197

<sup>27</sup> Vid. MARTINEZ-ECHEVARRÍA: “La defensa del interés social y la titularidad del patrimonio...”, cit. p.106 y Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. p.200

<sup>28</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. pp.50 y ss. Hace referencia a los cambios que se llevaron a cabo en relación con la regulación del Consejo de Administración y de la Junta de Accionistas y las consecuencias de dichos cambios.

### 3.1.2 Paul Vs Virginia

La sentencia del Tribunal Supremo de EE.UU en el caso *Paul v. Virginia* (Paul v. Virginia 75 U.S. 168, 1868)<sup>29</sup>, es el factor que en mayor medida influyó en la corriente liberalizadora de las normas. Antes de dicha sentencia los Estados habían adoptado una serie de medidas para impedir que las sociedades constituidas en otros Estados pudieran llevar a cabo actividades comerciales en el suyo.

Esta sentencia supuso que las sociedades que llevaran a cabo actividades comerciales interestatales podían elegir el Estado en el que querían constituirse, pudiendo llevar a cabo su actividad comercial en el resto de los Estados. Además podrían elegir el texto legal que querían que se les aplicase en referencia a sus asuntos internos, puesto que se le aplicaría siempre la legislación del Estado en el que estuvieran inscritas.

El efecto principal de esta decisión del Tribunal Supremo estadounidense fue que los Estados iniciaron una especie de “guerra legislativa”, en la cual competían para atraer el mayor número posible de sociedades, es decir buscaban que las *corporations* se inscribieran en sus registro. Dichas inscripciones implicaban un aumento en la recaudación estatal derivada de los tributos que las empresas debían abonar al Estado por estar inscritas en su territorio.

Los Estados suprimieron disposiciones imperativas o restrictivas para que las sociedades optaran por inscribirse en sus registros. Se ve así la influencia de la sentencia en la liberalización de las normas societarias de finales del siglo XIX y siglo XX en EE.UU. Los que mayor éxito obtuvieron fueron, sin duda alguna, el estado de Delaware y el Estado de Nueva Jersey. Delaware consiguió el mayor número de inscripciones y destaca el enorme volumen de capitalización de éstas. Otros estado como, por ejemplo, Nueva York o California, aunque flexibilizaron su normativa, también, introdujeron, a su vez, una serie de medidas que buscaban la protección de los accionistas<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. pp.51 y ss. Explica los efectos de esta sentencia en la desregularización.

<sup>30</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. p.63.

### 3.1.3 Common law

La pertenencia del ordenamiento jurídico de EE.UU al denominado Common law<sup>31</sup>, también ha influido en el carácter dispositivo de las normas que regulan el modelo de las sociedades anónimas estadounidenses. A diferencia de lo que sucede en Europa donde la regulación es anterior al supuesto de hecho, *ex ante*, en EE.UU los jueces crean derecho a través de sus decisiones, se trata de un derecho jurisprudencial, *post facto*.

A pesar de esta construcción jurisprudencial hay que destacar la existencia de leyes societarias estatales que regulan el modelo de la SA, aunque, en su mayor parte se trata de disposiciones de carácter dispositivo que dejan un amplio margen de actuación a la autonomía de la voluntad.

### 3.2 Corrientes doctrinales y el Gobierno corporativo en el ámbito estadounidense.

En los años 70<sup>32</sup>, surgió en EE.UU un debate sobre el modelo organizativo y la gobernanza de las empresas, debate que se originó como respuesta a las consecuencias de la mayor flexibilización de las normas.

El incumplimiento por parte del consejo de administración de las funciones que las leyes le atribuían y las secuelas de ello<sup>33</sup>, fue uno de los hechos que motivó el debate. La ley le otorgaba al consejo de administración la competencia de determinar la política societaria y dirigir los asuntos de la sociedad. En cuanto a la función de dirección, el consejo de administración delegaba en los directivos quienes, en muchas ocasiones, formaban parte del propio consejo y por tanto sus decisiones eran simplemente ratificadas por el consejo sin llevar a cabo un verdadero control sobre ellas. Además, los consejeros externos, aunque no formaban parte de la dirección, solían mantener relaciones estrechas con la sociedad, ejercían como abogados; asesores e incluso en ocasiones como auditores y, por tanto, en numerosas ocasiones esta figura tampoco servía como control interno.

La situación se agravaba enormemente cuando el presidente del consejo era a la vez el Director ejecutivo. Al director ejecutivo se le atribuía la competencia de elección de los

---

<sup>31</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. pp.73 y ss.

<sup>32</sup> Vid. ESTEBAN: “Presentación: ¿Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas?...cit. pp.26 y ss y también, Vid. BERNET: “El gobierno de las sociedades abiertas”..., cit. p.34.

<sup>33</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. p.200

directivos y de los consejeros, por lo que si éste a su vez era presidente del consejo, la independencia y objetividad de los miembros del consejo al aprobar propuestas o cuestionar a los directivos se veía considerablemente comprometida.

Asimismo, en relación a la función de gestión y dirección, el consejo de administración no tenía el acceso directo a la información necesaria<sup>34</sup> para una adecuada gestión, por lo que dicha función se veía necesariamente trasladada a los principales directivos, quienes si disponían de tal capacidad informativa. Por otro lado, el tiempo efectivo que el consejo de administración pasaba reunido era escaso<sup>35</sup> y, en muchas ocasiones, se limitaba a contadas reuniones que duraban escasas horas. Dicha situación impedía, una vez más, que el consejo de administración cumpliera con las competencias que la ley le atribuía.

Por estas razones, se planteó en EE.UU a finales de los años setenta, que la función principal del consejo de administración, sobretodo en el caso de las sociedades cotizadas, no fuera ya la de dirección y fijación de la política empresarial de la sociedad puesto que se presentaba como misión imposible, sino la de control y supervisión de la dirección<sup>36</sup>. Se recalcó que para lograr tal cosa sería imprescindible asegurar la independencia de los consejeros, cuestión que, sin duda alguna, ha sido de las más controvertidas, ya no solo en EE.UU sino en países de nuestro entorno y en el nuestro mismo.

La junta de accionistas tampoco cumplía con las competencias que la ley le atribuía, como competencia primordial, recaía sobre ésta el nombramiento de los administradores. El problema era que la dispersión accionarial provocaba, en muchas ocasiones, el desinterés de los accionistas puesto que “se veían incapaces de influir en la adopción de los acuerdos y en la marcha general de la sociedad<sup>37</sup>”. Los accionistas minoritarios<sup>38</sup>, aunque en su conjunto conformaran la mayoría del capital, individualmente no lograban representación alguna en el consejo de administración y sencillamente decidían no ejercer los derechos políticos, que su participación en el capital social les otorgaba.

---

<sup>34</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. p.199.

<sup>35</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. p.199.

<sup>36</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. pp. 203 y ss.

<sup>37</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. p.197.

<sup>38</sup> Vid. MARKS: *5630 The separation of ownership and control*, Encyclopedia of law and economics, 1999,p.693.En <http://encyclo.findlaw.com/5630book.pdf>

De esta manera aparece otra de las causas que motivó el debate; el alejamiento entre la propiedad y el control de las sociedades. La mencionada problemática fue señalada, en un primer momento y como antecedente lejano, por Adam Smith<sup>39</sup> quien consideró que cuando la propiedad y la gestión de las empresas no coinciden, aparecen conflictos de interés entre los propietarios y los gestores/administradores. Posteriormente, en 1932 y, concretamente, tras el Crack del 29 (crisis del mercado de Valores de Nueva York), Berle y Means retoman la idea ya planteada por Smith en su obra *The modern corporation and Private Property*, ésta sería como indica Guerra<sup>40</sup> “el punto de partida del debate sobre el gobierno societario en EE.UU” De dicho debate surge el concepto de Corporate Governance o Gobierno corporativo.

En cuanto a este concepto hay que tener en cuenta que se han propuesto numerosas definiciones a lo largo del tiempo, por lo que, una vez visto las corrientes que influyeron en el debate surgido en torno a la gobernanza de las grandes sociedades en EE.UU, pasaremos a hacer referencia a los diversos conceptos de Gobierno corporativo que se han defendido.

Las tres cuestiones más relevantes en torno al gobierno de las grandes sociedades serían las siguientes; ¿cuál es el papel que el Derecho debe desempeñar en relación a la gobernanza de las sociedades anónimas?, ¿Qué aspectos deben reformarse?, ¿Cómo se va a llevar a cabo dicho movimiento reformista, es decir, cómo se va a conseguir ese buen gobierno?

### 3.2.1 Contractualismo Vs Institucionalismo

Fueron dos las escuelas que contribuyeron al debate surgido en EE.UU. En primer lugar, la corriente doctrinal contractualista<sup>41</sup> aparece en EE.UU en los años 70, aunque

---

<sup>39</sup> Vid. BENAVIDES: “Historia del gobierno corporativo” en AA VV: *Libro blanco de gobierno corporativo*, 2003. Disponible en:

[http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20\(14\).pdf](http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20(14).pdf)

<sup>40</sup> Vid GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. p.101 y ss.

<sup>41</sup> Vid. BERNET: “El gobierno de las sociedades abiertas”...cit., pp.38 y ss. También Vid GUERRA *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. pp.86 y ss. Ambos autores explican el origen de la escuela contractualista y su aparición en los años 70 en EE.UU, además de sus postulados y Vid. ALONSO: “El gobierno de las grandes empresas...”, cit. p.113.

tiene su origen en los postulados de carácter económico que formula Ronald Coase en su obra “*The nature of the firm*” Las afirmaciones que lleva a cabo Coase son retomadas por Jensen y Meckling en los años 70. Para éstos las sociedades anónimas son sólo un conjunto de contratos entre el empresario y los demás intervinientes; accionistas, acreedores, clientes, trabajadores...<sup>42</sup>. Las sociedades anónimas serían un mecanismo que sirve para estructurar la empresa de forma libre y mediante los mecanismos comunes de los contratos privados es decir, mediante la autonomía privada.

Siguiendo esta idea, para los contractualistas, la relación que existe entre accionista y administradores es similar a la relación existente en virtud de un contrato de agencia<sup>43</sup>. Los accionistas se corresponderían con “los principales” y los administradores serían los “agentes”. Estos últimos deben tener siempre presente los intereses de los primeros y deben buscar maximizar el valor de la sociedad beneficiando así directamente a los socios-

Por lo tanto, en cuanto al primer interrogante; ¿Qué papel debe desempeñar el derecho?, para los contractualistas éste debe tener una función supletoria<sup>44</sup>, completando la autonomía contractual de las partes. Las normas que hacen referencia a la estructura interna de las sociedades y a las competencias de los órganos sociales deben tener carácter dispositivo, otorgando un modelo estándar del que, si lo desean, puedan apartarse.

Consideran que las partes pueden solucionar los posibles conflictos entre inversores y ejecutivos mediante una serie de mecanismos de carácter extra-societario, distintos de

---

Este autor señala que el sistema de fuentes seguido en EE.UU, que responde al correspondiente de los ordenamientos que pertenecen al Common Law, favoreció a la aparición de dicha escuela. Cándido Paz-Ares explica la función del derecho desde una perspectiva contractualista en *La infracapitalización. Una aproximación contractual*, 1994.

<sup>42</sup>Vid. TABRA: *Solidaridad y gobierno corporativo de la empresa. Una mirada a los organismos internacionales*, 2015, pp 96 y ss.

<sup>43</sup>Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. p.88. Tanto para lo referente al contrato de agencia como para la idea de que los accionistas no son propietarios de la sociedad. Es importante tener en cuenta que en España la idea de que la relación entre administradores y accionistas se identificaba con las relaciones existentes en virtud del contrato de agencia fue objeto de debate entre la doctrina del cual se concluyó que los administradores no son comisionistas de la sociedad sino órganos de esta: Vid. MARTINEZ-ECHEVARRIA: “La defensa del interés social y la titularidad del patrimonio...”, cit. p.109.

<sup>44</sup>Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. pp.89 y ss y Vid BERNET: “El gobierno de las sociedades abiertas”..., cit. pp.38 y ss.

normas legales, que permiten a su vez limitar las actuaciones de los directivos. Como explica Bernet<sup>45</sup> uno de los mecanismos con mayor éxito y sin coste alguno es el denominado “mercado de control societario”.

Este mercado permite castigar a los directivos que no lleven a cabo sus funciones con diligencia. Si los accionistas están conforme con sus actuaciones mantendrán a éstos en sus puestos, si no lo están los remplazarán. Gracias a la presión que dicho mercado ejerce en los ejecutivos éstos harían un adecuado uso de los recursos, buscando siempre satisfacer los intereses de la sociedad y no los suyos propios.

Se puede asegurar que para dicha doctrina el movimiento liberalizador, que se vivió a finales del siglo XIX y durante la mayor parte del siglo XX en EE.UU, es algo positivo. Consideran que gracias a la modificación de normas imperativas se consiguió eliminar los costes que el cumplimiento de éstas suponía, a la vez que permitía establecer un modelo real<sup>46</sup> que se adecuaba mejor a las características propias de cada sociedad.

En atención al segundo interrogante; ¿qué debe modificarse para conseguir un buena gobernanza?<sup>47</sup> Se trata del aspecto más discutido entre las escuelas. Para los contractualistas el movimiento reformador debe centrarse en resolver cuestiones de carácter intra-societario y, en mayor medida, el problema que surge de la separación entre propiedad y control de la sociedad. Para ello y haciendo ya referencia a la cuestión de cómo se va a lograr ese buen gobierno<sup>48</sup> proponen una serie de medidas que se caracterizan, sobre todo, por:

- Su carácter voluntario, es decir que las sociedades pueden decidir si quieren o cumplir con ellas introduciéndolas en sus estatutos o reglamentos internos.
- La flexibilidad de las medidas propuestas, lo que supone que las sociedades pueden adecuar dichas medidas a sus necesidades concretas.

Las propuestas de reforma de los contractualistas, para obtener un buen gobierno de las sociedades, se introducirían mediante Códigos de buena conducta o Códigos de buen

---

<sup>45</sup>Vid. BERNET: “El gobierno de las sociedades abiertas”, cit., p.40.

<sup>46</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. p.93.

<sup>47</sup> Vid. BERNET: “El gobierno de las sociedades abiertas”..., cit. p.45 En referencia a ¿Qué debe reformarse y como debe llevarse a cabo dicha reforma?:

<sup>48</sup> Vid. BERNET ‘El gobierno de las sociedades abiertas’..., cit. pp.46 y ss.

gobierno. Esta propuesta marcó la línea de las medidas adoptadas, a finales del siglo XX y durante el siglo XXI en EE.UU y Europa en materia de Gobierno corporativo.

Esta corriente se mantuvo en auge hasta el inicio de la década de los noventa pero diversos acontecimientos hicieron que apareciera una nueva corriente cuyos postulados eran, en gran medida, contrarios a los aportados hasta ese momento por los contractualistas. En este contexto aparece la escuela Institucionalista<sup>49</sup>. De las diversas causas que apunta Bernet como factores decisivos de la aparición de una nueva escuela, destacaría la siguiente:

- Las crisis financieras que se suscitaron en la mayoría de los mercados relevantes a nivel mundial. La flexibilización en la regulación de la estructura interna de las *corporations*, propició actuaciones abusivas por parte de los administradores como, por ejemplo, la falsificación de la información que se le proporcionaba a los accionistas o el ocultamiento de la indebida administración. En EE.UU destaca el caso Enron, en el que también se vio inmersa la Auditoría Arthur Andersen al ocultar la verdadera situación financiera de Enron<sup>50</sup>.

Los institucionalistas se sirvieron de sucesos como éste para defender la necesidad de un cambio en la forma de regular las normas societarias y, en especial, aquéllas que hacen referencia a los asuntos internos y a la estructura orgánica de las sociedades. Las diferencias entre las soluciones que éstos proponen, en relación a las aportadas por los contractualistas, encuentran justificación en dos aspectos.

1. En primer lugar, no consideran que las sociedades sean simplemente un mecanismo contractual del que se sirven las partes para estructurar la empresa. Para ellos las sociedades anónimas son “entidades colectivas formadas por diversos sujetos cuya racionalidad es limitada”<sup>51</sup>.
2. En segundo lugar, para éstos los intereses de los demás sujetos son igual de importantes que el de los accionistas a la hora de dirigir la sociedad.

---

<sup>49</sup> Vid. BERNET: “El gobierno de las sociedades abiertas”..., cit. p.41 Se recogen las causas que según el autor provocaron la aparición de esta nueva corriente.

<sup>50</sup> Vid. [http://economia.elpais.com/economia/2006/07/05/actualidad/1152084782\\_850215.html](http://economia.elpais.com/economia/2006/07/05/actualidad/1152084782_850215.html) Recoge un esquema cronológico del caso Enron y para una explicación más extensa Vid: [http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid\\_5017000/5017734.stm](http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_5017000/5017734.stm)

<sup>51</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. pp. 95 y ss.

Esta segunda idea fue seguida por el *American Law Institute* al redactar los famosos “*Principles of corporate Governance*”. Consideraron que las sociedades pueden tener en cuenta otros aspectos de carácter ético o moral para lograr una adecuada gestión empresarial, incluso aunque no se logren beneficios para los accionistas<sup>52</sup>. Hay que tener en cuenta los intereses de trabajadores, acreedores, clientes, medio ambiente...<sup>53</sup>.

En cuanto a las cuestiones planteadas<sup>54</sup>, los institucionalistas defienden la necesidad de que el derecho regule los aspectos más relevantes de la estructura de gobierno y el reparto de competencias en las sociedades, además debe establecer una serie de mecanismos de control internos, puesto que mediante los mecanismos externos no se pueden controlar los documentos sociales donde se recogen los aspectos referentes al gobierno societario.

Este planteamiento encuentra justificación en que consideran que las personas que forman la entidad colectiva pueden corromperse y surgirían así ciertas prácticas oportunistas. Por lo tanto, la regulación tiene que tener un carácter imperativo, deben ser medidas que no puedan ser evadidas mediante la autonomía contractual. Por todo ello el derecho no puede tener un carácter supletorio como defendían los contractualistas. Entre las propuestas de los institucionalistas destacan las siguientes:

- Que el derecho regule los deberes que recaen sobre los administradores: deber de lealtad, deber de informar cuando existan conflictos de intereses y el deber de diligencia
- La regulación legal del nombramiento y supervisión de los directivos. Función que se le atribuye al consejo de Administración.
- Intervención de los accionistas cuando se quiera modificar algún aspecto que haga referencia al control de la sociedad.

---

<sup>52</sup> Vid. EISENBERG: “An overview of the Principles of Corporate Governance” en *The Business lawyer*, Vol.48, 1993, p. 1275 y ss. Y Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. p. 96

<sup>53</sup> Vid. BERNET: “El gobierno de las sociedades abiertas”, cit. p.41

<sup>54</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. p. 98 y Vid. BERNET: “El gobierno de las sociedades abiertas”, cit. p.41 Explican las propuestas de los institucionalistas en el debate sobre la buena gobernanza de las sociedades.

Estos postulados fueron defendidos por Shleifer y Vishny<sup>55</sup>, quienes destacaban que si los inversionistas se veían protegidos por las leyes societarias y confiaban en los directivos y en el consejo de administración, ello contribuiría al crecimiento de los mercados de capitales. Si, por el contrario, creen que no están lo suficientemente protegidos decidirían no invertir en dichos mercados.

Para concluir, hay que tener presente que aunque el contractualismo es la concepción que mayor influencia<sup>56</sup> ha tenido en las leyes societarias estatales (la mayoría dispositivas) y, por tanto, en el sistema de gobierno de las sociedades<sup>57</sup>, los postulados institucionalistas también han sido tenidos en cuenta a la hora de buscar una mayor protección del accionariado y de los demás grupos influyentes en las sociedades anónimas.

Siguiendo los postulados institucionalistas, se ha llevado a cabo en los últimos años un enorme proceso de reforma del marco normativo de las sociedades cotizadas, promovido principalmente, por el Congreso federal, la SEC<sup>58</sup> y la presidencia de los EE.UU, en gran medida como consecuencia del, ya aludido, Caso Enron, las malas prácticas de gobierno por parte de los administradores y la insatisfacción creciente de los accionistas.

Actualmente están en vigor en EE.UU una serie de normas con carácter imperativo que se han aprobado a la vista de la ineficacia, en algunos aspectos, de la normativa dispositiva en materia de gobierno corporativo:

- Determinadas recomendaciones que habían sido recogidas en trabajos sobre gobierno societario y que tenían un carácter voluntario pasaron a ser de obligado cumplimiento<sup>59</sup>. Es el caso de las recomendaciones que presentó el “Comité especial sobre responsabilidad societaria y requisitos de cotización” al congreso

---

<sup>55</sup> Vid. BERNET 'El gobierno de las sociedades abiertas'...cit. p.43

<sup>56</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. p.99 y p.195.

<sup>57</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. p.73 y ss. En estas páginas se hace referencia a la influencia que tubo la flexibilización de las normas en la regulación de los documentos sociales: *Articles of incorporation* y los *By laws*.

<sup>58</sup> Agencia del gobierno de Estados Unidos que tiene la responsabilidad principal de hacer cumplir las leyes federales de los valores y regular la industria de los valores, los mercados financieros de la nación, así como las bolsas de valores, de opciones y otros mercados de valores electrónicos. La SEC fue creada por la sección 4 de la Securities Exchange Act de 1934.

<sup>59</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*cit. p. 216

federal, a la SEC y a la bolsa de Nueva York en junio del 2002. En el Informe que presentó se recogieron propuestas que hacían referencia a la modificación de los requisitos exigidos para cotizar en dicho mercado. El texto fue aprobado por el consejo de administración de la Bolsa de Nueva York en Agosto del mismo año y fue seguidamente remitido a la SEC para su ratificación. Hay que mencionar que en el contexto del NASQAD se siguió la misma línea de actuación.

Las medidas iban encaminadas a fomentar la figura del consejero independiente<sup>60</sup>, las reuniones de éstos sin el resto de los miembros de la dirección, que el comité de auditoría tuviera competencia exclusiva a la hora de seleccionar, contratar y revocar a los auditores externos. También se incluyeron propuestas cuya finalidad era dar a los accionistas la posibilidad de supervisar y formar parte activa del gobierno de la sociedad.

Por otro lado, se estableció la posibilidad de que la propia Bolsa de Nueva York publicase una lista de las sociedades que no cumplían los requisitos de cotización, e incluso suspender la cotización de éstas o expulsarlas en casos extremos del mercado.

- Igualmente, se aprobó la mayor iniciativa en materia de Gobierno corporativo de dicho País en julio del 2002; la comúnmente conocida como SOA o Ley Sarbanes-Oxley. La Ley recoge obligaciones que hacen referencia al gobierno societario y que están dirigidas a las sociedades admitidas a cotización. En relación a dichas obligaciones, destaca la de crear un comité de auditoría, o establecer controles internos que tengan como objetivo el cumplimiento de las obligaciones que establece la SEC o la de endurecer las penas de prisión en caso de no cumplir con las obligaciones legalmente establecidas. Actualmente sigue vigente para las compañías que cotizan en Wall Street<sup>61</sup>.
- El 30 de julio de 2002 se aprobó la “Ley para la protección de los inversores mediante la mejora de la exactitud y veracidad de las informaciones societarias realizadas conforme a las leyes del mercado de valores y para otros propósitos”

---

<sup>60</sup> Anteriormente la SEC ya había recomendado su presencia en los consejos de administración pero únicamente era una propuesta de adopción voluntaria.

<sup>61</sup> Vid. CHIVITE/RODRIGUEZ: “Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código unificado o Código Conthe...cit. p.16.

Tenía como finalidad la protección de los accionistas, obligando a las sociedades a otorgarles a éstos la información relevante respecto de la marcha y situación financiera de la sociedad.

#### 4. EL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Del debate motivado por la incorrecta gobernanza de las sociedades surgió el concepto de Gobierno corporativo. El propio concepto fue objeto de controversia y se propusieron tanto en EE.UU como en Europa, a partir de los 90 una serie de definiciones que podemos clasificar en atención a si se trata de una concepción amplia o restringida del Gobierno corporativo, que a su vez se relaciona con las anteriores corrientes doctrinales y sus concepciones.

Desde un punto de vista restringido<sup>62</sup> y siguiendo las ideas planteadas por los contractualistas, destaca el concepto que se propone en el Informe Cadbury de 1992 en Reino unido (del que se hablará posteriormente): “El Gobierno corporativo es el sistema mediante el cual se dirigen y controlan las sociedades”<sup>63</sup>. Este concepto deja claro que la intención de las medidas que se adopten para lograr la buena gobernanza de las sociedades es la de mejorar las relaciones entre accionistas, consejo de administración y directivos. Se buscan métodos que permitan solucionar los conflictos de intereses que puedan surgir entre éstos, una mejor gestión de los recursos y el establecimiento de deberes de información, que recaen sobre los administradores, para que los accionistas puedan conocer la situación real de la sociedad. Esta concepción restringida del Gobierno corporativo también fue seguida posteriormente por el informe Greenbury (Reino unido, 1995) o el informe Vienot (Francia, 1995<sup>64</sup>).

---

<sup>62</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: “El debate actual sobre el Gobierno corpor... cit. p.61.

<sup>63</sup>Vid. CADBURY: “Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo”, Punto 2.5. El gobierno corporativo.

<sup>64</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: “El debate actual sobre el Gobierno corporativo”..., cit. p.61.

Siguiendo los postulados institucionalistas y lo establecido en los *Principles of Corporate Governance del American Law Institute*<sup>65</sup>, podemos distinguir, en contraste con lo anterior, una concepción amplia del Gobierno corporativo<sup>66</sup>, que, además de defender la necesidad de lo anteriormente expuesto, considera igual de necesario mejorar las relaciones con otros sujetos, como pueden ser clientes, acreedores, trabajadores, el propio Estado, el entorno social...etc.

El concepto que proporcionaron Shleifer and Vishny<sup>67</sup> en 1997 se asemeja a estas ideas. Según estos autores el Gobierno Corporativo hace referencia a las formas en que los oferentes de fondos se aseguran a sí mismos la devolución de su inversión. Ya no se habla expresamente de accionistas sino que se incorporan otro tipo de créditos, por tanto, estamos ante una perspectiva amplia del Gobierno corporativo.

Los Organismos internacionales también se hicieron eco de la importancia del buen gobierno de las sociedades, y llevaron a cabo sus propias aportaciones. La OCDE, o la UE, entre otros, llevaron a cabo trabajos referentes al Gobierno corporativo y actualmente siguen trabajando para mejorar el gobierno de las sociedades:

- Cuando el movimiento centrado en la buena gobernanza de las sociedades ya se había expandido por la mayor parte de los países europeos, la OCDE (Organización para la cooperación y el desarrollo económico) propuso un concepto enormemente amplio que serviría de base para los países miembros de esta organización: “El gobierno corporativo define las relaciones entre los directivos, el consejo de administración, los accionistas y las partes interesadas”<sup>68</sup>.

---

<sup>65</sup>Vid. AMERICAN LAW INSTITUTE: “Principios de gobierno corporativo: análisis y recomendaciones” en ESTEBAN (Coordinador): *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, p.861.

<sup>66</sup>Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: “El debate actual sobre el Gobierno corporativo”, cit. pp.63 y ss.

<sup>67</sup> DE ANDRES/SANTAMARIA: “Un paseo por el concepto de Gobierno corporativo” en *Revista de responsabilidad social de la empresa*, Vol 2, N°2, 2010, p.99

<sup>68</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: “El debate actual sobre el Gobierno corporativo”..., cit. p.61

Para la OCDE, es de enorme importancia que los principios de gobierno corporativo se introduzcan en la legislación mercantil de cada país y, por tanto, que se establezcan también las sanciones que derivan de su incumplimiento<sup>69</sup>.

- En el marco de la UE<sup>70</sup>, en el año 2002, la Comisión Europea ordenó la creación del Grupo de expertos de derecho de la Empresa que elaboró el informe sobre el Futuro de la empresa (2002). Como punto central, se discutió la necesidad de armonizar la regulación existente en materia de derecho societario de los países miembros.

Siguiendo el concepto de la OCDE la UE definió el Gobierno corporativo como “el sistema que permite la interacción entre los integrantes de la empresa o quienes estén vinculados a ella dentro del marco legal del derecho”<sup>71</sup>.

Como podemos comprobar, ambos organismos se decantan por una concepción amplia del Gobierno corporativo.

## **5. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GOBIENO CORPORATIVO EN REINO UNIDO.**

El régimen del gobierno corporativo inglés, desde los años noventa, se encuentra en una evolución continua<sup>72</sup>. Se considera que en dicha evolución radica la fuerza de este sistema, basado en códigos de adopción voluntaria. Los códigos recogen recomendaciones que hacen referencia a los asuntos internos de las sociedades, a la estructura de gobierno y a

---

<sup>69</sup> Vid. TABRA: *Solidaridad y gobierno corporativo de la empresa. Una mirada a los organismos internacionales...*, cit. pp. 231 y ss.

<sup>70</sup> Vid. TABRA: *Solidaridad y gobierno corporativo de la empresa. Una mirada a los organismos internacionales...*, cit. pp. 263 y ss.

<sup>71</sup> Vid. TABRA: *Solidaridad y gobierno corporativo de la empresa. Una mirada a los organismos...*, cit., pp. 263 y ss.

<sup>72</sup> Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance System: The paradox of Evolving while Resisting Change” en MARTÍNEZ-ECHEVARRIA (Dir): *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Navarra, 2015, p.139

las competencias de los órganos sociales. Tanta es la importancia del sistema inglés, que sirvió de base para posteriores códigos elaborados en el resto de Europa.

Los códigos fueron desarrollados por diversos comités en los años 90. El primero fue el Informe Cadbury en 1992, seguido por el informe Greenbury en 1995, y en 1998 el informe Hampel. Finalmente, el trabajo de dichos comités, se consolidó en un único código de gobierno corporativo denominado *Combined Code*. Es significativo que este sistema de códigos de adopción voluntaria, se basa en que si las sociedades deciden no cumplir con las recomendaciones deberán de explicar el porqué. Es lo que se conoce como *comply or explain*<sup>73</sup>.

Las medidas de buen gobierno corporativo adoptadas en el Reino Unido se centran, sobretudo, en lo que el consejo de administración debe hacer y, como debe hacerlo, distinguiendo para ello la función del consejo de administración de la de los sujetos que se encargan de la gestión diaria de la sociedad, es decir, los directivos o ejecutivos<sup>74</sup>.

Consideran que un buen sistema de gobierno corporativo se logra mediante la utilización de mecanismos internos y mecanismos externos<sup>75</sup> :

- Entre los mecanismos internos, destacan las propias decisiones que toman los accionistas, a través de sus votos en las juntas o, incluso, acudiendo a la justicia para lograr que los directores cumplan con sus deberes legales. Estos deberes son, por ejemplo, el deber de proporcionar a los accionistas información periódica de la situación financiera de la empresa, o el deber de diligencia que se les exige.
- En cuanto a los mecanismos externos, en los últimos años, los mercados de valores se han considerado mecanismos de gobierno corporativo. Se ha puesto de manifiesto que, si los propios administradores poseen acciones de la sociedad que administran, se preocuparán de mantener el valor de éstas lo más elevado posible. También, la confianza que se deposite en los administradores tendrá efectos directos en el valor de la sociedad, puesto que si esta confianza es débil, el valor de las acciones disminuirá. Esta situación podría suponer que se lleve a cabo una

---

<sup>73</sup> Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. p.140

<sup>74</sup>Vid. FINANCIAL REPORTING COUNCIL: *The UK Corporate Governance Code*, London, 2014, p.1

<sup>75</sup>Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. p.143

oferta pública de adquisición y, con ella, el cambio en la composición del consejo de administración y de los directivos<sup>76</sup>.

### 5.1 El informe Cadbury

El informe Cadbury, es el resultado de la creación del comité sobre aspectos financieros del Gobierno Corporativo<sup>77</sup>. El comité estaba presidido por Sir Adrian Cadbury, del que toma su nombre el informe que dicho comité emitió. Las recomendaciones propuestas en dicho comité se recogieron en un código de buenas prácticas<sup>78</sup>.

Por un lado, el comité se centró en estudiar la estructura y las responsabilidades del consejo de administración. En referencia a dicho órgano, hay que tener presente que el sistema seguido en Reino Unido, es el sistema monista<sup>79</sup>, lo que significa que dicho órgano se encarga tanto de la gestión diaria de la sociedad como de la supervisión y control de las actuaciones de los consejeros ejecutivos y directivos. Por otro lado, vieron la necesidad de presentar recomendaciones referentes al papel que desempeñan los auditores y los derechos y responsabilidades de los accionistas.

En cuanto a los destinatarios del informe y del Código de buenas prácticas, el propio comité explica que el contenido de éstos se dirige a los consejos de administración de las compañías cotizadas, pero animan al resto de sociedades a que cumplan las recomendaciones propuestas<sup>80</sup>.

Se optó por la auto-regulación de las sociedades. Éstas deciden, libremente, si quieren o no tener en cuenta las recomendaciones de los códigos a la hora de gestionar la

---

<sup>76</sup>Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. p.143

<sup>77</sup> The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. El comité se conformó en Mayo de 1991, con la colaboración del Financial Reporting Council (FRC) y el London Stock Exchange.

<sup>78</sup>Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”cit. p.144

<sup>79</sup> Vid. MILÁNS: “La configuración del órgano de administración: el sistema monista y el sistema dual. Especial referencia al régimen de la sociedad anónima europea en MARTÍNEZ-ECHEVARÍA (Dir): *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Navarra, 2015, pp.176 y ss.

<sup>80</sup>Vid. CADBURY (Dir): *Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo* (Informe Cadbury), 1992, punto 3.1.

empresa. En referencia a este aspecto, la bolsa de Londres añadió fuerza a dichas recomendaciones exigiendo que las empresas que cotizarán en ella, llevaran a cabo una declaración sobre el nivel de cumplimiento del Código de buenas prácticas. Si no existía dicha conformidad, deberían exponer las razones concretas. Es importante tener presente que el propio informe dejó claro que si la auto-regulación no funcionaba, se acudiría a la regulación legal<sup>81</sup>. Los aspectos más relevantes del trabajo realizado por el comité son los siguientes:

1. En primer lugar, varias recomendaciones buscan **asegurar que el poder de la sociedad se encuentre repartido en toda la estructura de gobierno** y que no se concentre exclusivamente en una persona o en un único grupo<sup>82</sup>.

Para lograr la descentralización del poder, el comité hace referencia a la importancia de la existencia de los consejeros no ejecutivos<sup>83</sup>. Propone que, como mínimo, el consejo de administración tenga tres consejeros no ejecutivos, para que sus opiniones posean un peso importante en las decisiones que tome el consejo. Asimismo recomienda que la mayoría de estos consejeros no ejecutivos sean independientes, considerando que dicha independencia se logra cuando el consejero es completamente independiente de la dirección, sin perjuicio de la remuneración y/o participación accionarial que le corresponda por el cargo que ejerce.

En cuanto a sus funciones, además de involucrarse en la gestión diaria de la empresa, llevarán a cabo funciones de control y supervisión sobre las actuaciones del resto de directivos y miembros del consejo de administración.

Otra de las recomendaciones más importantes, es la que hace referencia a que las funciones del presidente del consejo de administración y las del

---

<sup>81</sup>Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. p.145

<sup>82</sup>Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. p.147

<sup>83</sup>Vid. CADBURY (Dir): *Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo...*, cit. punto 4.11 y ss y Vid. punto 2 y ss del Código de mejores prácticas del comité Cadbury.

primer ejecutivo, no se encuentren en la misma persona<sup>84</sup>, ya que dicha situación supondría la concentración del poder. Esta recomendación busca mantener la función de control que debe ejercer el consejo sobre las actuaciones de los ejecutivos, ya sean o no consejeros. Ésta vigilancia necesaria no será posible si el presidente del consejo y el primer ejecutivo de la sociedad, son la misma persona.

Del mismo modo, hay que mencionar la recomendación de creación de sub-comités que den apoyo al consejo<sup>85</sup>. Destaca el comité de auditoría, donde se tratarían cuestiones relacionadas con la auditoría y la situación financiera de la sociedad de forma más específica. Otro comité, cuya creación se recomendó, fue el de remuneraciones, que debe estar compuesto, en su mayoría, por directores no ejecutivos, y siempre presidido por un consejero no ejecutivo<sup>86</sup>.

2. En segundo lugar, las recomendaciones tratan de asegurar **que los sujetos que forman parte de la estructura de gobierno conozcan sus responsabilidades**. De esta forma, recomiendan que se lleve a cabo una declaración de las responsabilidades del consejo de administración, en relación con el resultado de las cuentas anuales de la sociedad. También, recomiendan que los inversores institucionales hagan un verdadero uso de su derecho de voto y participación, lo que supondría cumplir con su responsabilidad de supervisión de las actuaciones del consejo<sup>87</sup>.
3. Por último, otras recomendaciones buscan asegurar **que la información financiera que reciben los accionistas sea lo más precisa posible y,**

---

<sup>84</sup>Vid. CADBURY (Dir): *Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo...*, cit. punto 4.9

<sup>85</sup>Vid. CADBURY (Dir): *Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo...*, cit. punto 4.30. (Comités de nombramiento), punto 4.33.(Comité de auditoría).

<sup>86</sup>Vid. CADBURY (Dir): *Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo...*, cit. punto 4.42

<sup>87</sup>Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. p.148

**que la función de los auditores, se esté llevando a cabo correctamente**<sup>88</sup>. Se busca evitar escándalos como el de Enron en EE.UU.

La auditoria anual es, como el punto 5.1 del Código de la mejor práctica recoge, un elemento primordial del gobierno corporativo. Se constituye como un mecanismo esencial de control y, en consecuencia, hay que asegurar su objetividad y eficacia.

Entre las recomendaciones que hacen referencia al papel de la auditoria y su objetividad, destaca la rotación de los auditores, o que las firmas de auditoría no presten otro tipo de servicio a los clientes que auditan<sup>89</sup>.

Si la información proporcionada es cierta, el mercado podrá evaluar correctamente a la empresa y, por otro lado, los accionistas podrán ejercer sus derechos, tanto políticos como económicos, en atención a la información que se les proporcione. Tomarán decisiones como la de vender o no sus acciones, impugnar acuerdos o, ejercer la acción social de responsabilidad, si consideran que los gestores están lesionando los intereses de la sociedad.

## 5.2 El informe Greenbury

Debido a las quejas sociales, centradas en la remuneración que percibían los miembros del consejo de administración y los directivos de las sociedades, se creó en enero de 1995, un nuevo comité, cuyo objeto de estudio eran las remuneraciones que percibían éstos. Entre los aspectos más distinguidos de dicho informe destacan los siguientes:

- Además de reforzar las ideas planteadas en el informe Cadbury, referentes a la creación del sub-comité de remuneración, el comité establece la funciones de éste:
  1. El comité de apoyo debe proponer al consejo el sistema y la cuantía de la retribución a percibir por los miembros del consejo y de los directivos.

---

<sup>88</sup>Vid. CADBURY (Dir): *Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo...*, cit. punto 4.47. y ss, en éstos se hace referencia a los informe financieros y al suministro de la información.

<sup>89</sup> Vid. CADBURY (Dir) *Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo...*, cit. punto 5.10, 5.12 y 5.13.

2. Debe velar por la transparencia, recomiendan que se proporcione información completa acerca de los paquetes de remuneración que recibían los directivos y los consejeros<sup>90</sup>. Habría que indicar la remuneración concreta que recibe cada uno y además especificar las distintas partidas de dicha remuneración.
  3. Debe revisar habitualmente los programas de retribución para ver si son acordes con los rendimientos de los sujetos que las perciben. Ambos comités, Cadbury como Greenbury, propusieron que la retribución de los miembros ejecutivos estuviese ligada a los resultados de la sociedad.
- Asimismo, propone que dicho comité elabore un informe anual, dirigido a los accionistas, explicando la postura y las decisiones de la compañía en cuanto a la remuneración de los miembros del consejo y de los directivos<sup>91</sup>.
  - Al mismo tiempo, el informe recoge que el sub-comité de remuneración debe estar formado por directores no ejecutivos, para asegurar la objetividad a la hora de determinar los paquetes de remuneración de los cargos ejecutivos<sup>92</sup>.
  - El presidente de dicho sub-comité será el encargado de rendir cuentas frente a los accionistas, debiendo asistir a la Junta General anual para responder cualquier pregunta de los accionistas en materia de remuneraciones.

---

<sup>90</sup>Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. p.149 y Vid. GREENBURY (Dir) *Informe del grupo de Estudio sobre la remuneración de los directores*, 1995, punto B.1 y ss.

<sup>91</sup>Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. p.149

<sup>92</sup>Vid. GREENBURY (Dir): *Informe del grupo de Estudio sobre la remuneración de los...*cit., punto A.1 y A.4 en referencia a la composición del comité de remuneración y A.2 en relación al papel que desempeña el presidente del comité frente a los accionistas.

### 5.3 El informe Hampel.

El comité que elaboró el informe Hampel, se constituyó en noviembre de 1998. Su objetivo era examinar el cumplimiento o no, por parte de las sociedades, de los códigos Cadbury y Greenbury, y el impacto que habían tenido éstos. De esta forma, se elaboró en 1998, un documento que contenía, por un lado, un conjunto de principios, algunos de los cuales ya habían sido mencionados en los anteriores informes<sup>93</sup>, y, por otro lado, un código combinado.

En dicho trabajo, se refunden y se perfeccionan las recomendaciones propuestas por los dos anteriores comités. Es importante tener presente que el comité, presidido por Hampel, está de acuerdo con la mayor parte de las recomendaciones de los comités que le precedieron, y se centra en hacer referencia a cuestiones en las que no comparten el punto de vista de los anteriores comités o materias en las que éstos no se detuvieron<sup>94</sup>.

Simultáneamente, el comité le remitió el documento final a la bolsa de Londres, con la intención de que ésta incluyera entre los requisitos necesarios para ser admitido a cotización, el de explicar cómo aplican los principios y en qué medida cumplen el Código combinado, debiendo justificar cualquier acción que se aparte de lo recomendado<sup>95</sup>.

Es remarcable que, ciertas recomendaciones de los códigos de buenas prácticas de los comités Cadbury y Greenbury, se elevaron a principios generales de Gobierno corporativo. Por otro lado, hubo ideas que, aunque fueron tenidas en cuenta por los anteriores comités, no encontraron lugar en los respectivos códigos de buenas prácticas y con la creación del nuevo comité sí. Éstas son:

- La recomendación de que el presidente del consejo y el primer ejecutivo no sea la misma persona<sup>96</sup>, para evitar la concentración del poder, pasó a considerarse como principio general de Gobierno corporativo en el Código combinado.

---

<sup>93</sup> Vid. HAMPEL (Dir): *Informe final del comité sobre el Gobierno corporativo* (Informe Hampel), 1998, punto 1.20.

<sup>94</sup> Vid. HAMPEL (Dir): *Informe final del comité sobre el Gobierno corporativo...*, cit. punto 1.7.

<sup>95</sup> Vid. HAMPEL (Dir): *Informe final del comité sobre el Gobierno corporativo...*, cit. punto 1.23.

<sup>96</sup> Vid. CADBURY (Dir): *Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo...*, cit. punto 4.9 y Vid. HAMPEL (Dir): *Informe final del comité sobre el Gobierno corporativo...*, cit. punto A.2

- La recomendación del comité Greenbury, que hacía referencia a la elaboración de una declaración sobre las remuneraciones que se incorporaría en la memoria anual, pasó a ser un principio general. El comité especifica que dicha declaración, aunque sea elaborada por el sub-comité de remuneraciones, se lleva a cabo en nombre del consejo<sup>97</sup>.
- El procedimiento de nombramiento de los de nuevos consejeros, también fue uno de los temas discutidos por el comité Cadbury. A pesar de ello, no se incluyó en el Código de mejores prácticas y, por ello, el comité Hampel, reafirmó la necesidad de un procedimiento de nombramiento basado en la existencia de un sub-comité de selección y nombramiento<sup>98</sup>.

El objetivo del Código combinado, es que las empresas apliquen los principios generales de Gobierno corporativo de la forma que consideren más adecuada, atendiendo a sus concretas características y, a la vez, tengan en cuenta las recomendaciones específicas que propone el comité.

#### **5.4 Las modificaciones al Código combinado y el actual Código de Gobierno corporativo.**

El Código combinado de 1998, ha sido modificado en considerables ocasiones con el propósito de incluir nuevas sugerencias o determinadas enmiendas a las ya existentes, por ello, se han ido publicando nuevas versiones del código combinado. La primera modificación fue en el 2003, seguida por la del 2006 y la del 2008. Desde entonces se ha revisado y modificado, más o menos, cada dos años, pero sin modificaciones significantes. La última versión que está actualmente vigente, es del 2014.

##### **5.4.1 Revisión Higgs y Código combinado de 2003**

La primera modificación del Código combinado se debió, en gran medida, a un estudio que llevó a cabo Sir Derek Higgs en relación con la efectividad de la figura del consejero no ejecutivo en Reino Unido. Dicho trabajo fue el precursor de la creación de nuevos grupos de estudio y de una nueva versión del Código combinado, emitido por el

---

<sup>97</sup>Vid. HAMPEL (Dir): *Informe final del comité sobre el Gobierno corporativo...*, cit. punto 2.12. y Vid. GREENBURY (Dir): *Informe del grupo de Estudio sobre la remuneración de los directores...*, cit. punto B.1.

<sup>98</sup> Vid. HAMPEL (Dir): *Informe final del comité sobre el Gobierno corporativo...*, cit. punto 2.11.

*Financial reporting Council* en Julio del 2003<sup>99</sup>. Dicho órgano es el encargado de revisar el funcionamiento de los códigos de gobierno corporativo y de promover las buenas prácticas. Debe llevar a cabo las modificaciones que considere oportunas y necesarias para mejorar el sistema de Gobierno corporativo en Reino Unido.

Entre las recomendaciones que propuso Higgs, destacaría la que señala que, al menos, la mitad del consejo de administración debe estar compuesto por consejeros no ejecutivos independientes, con la finalidad de preservar la objetividad del órgano.

En mi opinión, lo importante de dicha recomendación es, precisamente, la parte que hace referencia a la independencia. Hasta el momento, el Código combinado, siguiendo las pautas del Informe y del Código de mejores prácticas del comité Cadbury<sup>100</sup>, consideraba como independientes a aquellos consejeros no ejecutivos que no tenían ninguna relación, ya sea de negocio o de carácter personal, con miembros directivos, pero sería el propio consejo el que decidiera quienes de sus miembros no ejecutivos cumplía dicho requisito.

Higgs introduce una definición de independencia en su propuesta de código revisado. Considera que un consejero no ejecutivo será independiente cuando no existan circunstancias que afecten, o sean susceptibles de afectar el juicio de éste. Junto a dicha definición recoge una lista de situaciones que impedirían determinar a un consejero no ejecutivo como independiente<sup>101</sup>. Algunas de las situaciones que recoge la lista ejemplificativa son las siguientes:

- Que haya formado parte del consejo durante diez años.
- Tener cualquier relación familiar con alguno de los directores, o asesores de la compañía.
- Representar a un accionista significativo. Por accionista significativo se entiende aquel que tiene más del cinco por ciento del capital social.

---

<sup>99</sup>Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. p.151.

<sup>100</sup>Vid. CADBURY (Dir): *Informe del comité sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo...*, cit. punto 4.12 y punto 2 y ss del Código de mejores prácticas del comité Cadbury.

<sup>101</sup>Vid. HIGGS: *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, London, 2003, p. 36 y véase el punto A.3.4 del código revisado que propone Higgs, p. 81.

Además de proponer modificaciones al Código combinado, Higgs elaboró, entre otras cosas, una guía para los consejeros no ejecutivos, y otra dirigida al presidente del consejo. Simultáneamente formuló una lista de las funciones que le correspondían al sub-comité de remuneración y al sub-comité de nombramiento.

Es de enorme importancia el trabajo que llevó a cabo Higgs, la mayoría de las ideas que presentó fueron tenidas en cuenta e introducidas en la nueva versión del Código combinado, que se publicó finalmente en Julio de 2003, y que supuso las bases para las versiones posteriores de dicho código.

Asimismo, en España el código Conthe (2006) estableció, siguiendo la propuesta de Higgs, el mismo concepto de consejero independiente, a la vez que recogió nueve supuestos que impiden que a un consejero se le pueda calificar como independiente.

#### *5.4.2 Código combinado de 2006 y Código combinado de 2008*

En el 2005 se elaboró una nueva versión del código que entró en vigor el 1 de noviembre del 2006 y que no incluía grandes cambios al código del 2003. Posteriormente, en octubre del 2007, *The financial Reporting Council* aseguró que el código del 2005, estaba funcionando correctamente pero, que a pesar de ello, podrían introducirse una serie de pautas que lo mejorarán y que harían más fácil la aplicación de éste por las compañías. La enmienda más destacable, de la nueva versión del código, es la que eliminó la restricción que impedía que una misma persona presidiera más de una compañía del FTSE100<sup>102</sup>.

#### *5.4.3 Los inversores institucionales y The UK Corporate Governance Code.*

Debido a la crisis financiera que se desencadenó en el 2008, se puso de manifiesto la necesidad de revisar el papel que desempeñaban, entre otros, los bancos; entidades financieras; o las compañías de seguros, en el marco del gobierno corporativo. Este grupo de accionistas son lo que conocemos como inversores institucionales<sup>103</sup>. Guerra los define como "... aquellas entidades que captan el ahorro privado y lo canalizan a la inversión a

---

<sup>102</sup>Vid. REISBERG: "The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance..." cit. p.153. El "Footsie 100" es un índice, compuesto por las 100 empresas de mayor capitalización bursátil de la Bolsa de valores de Londres.

<sup>103</sup>Vid. REISBERG: "The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...", cit. p.154 y Vid. TABRA: *Solidaridad y gobierno corporativo de la empresa. Una mirada a los organismos...*, cit. p.97

través de carteras de valores bajo una gestión profesional...”<sup>104</sup>. Son los grandes accionistas de las sociedades anónimas cotizadas.

Son accionistas que tienen una verdadera capacidad de influir en la marcha de la sociedad. Debido a la importancia de estos inversores, la falta de interés por su parte a la hora de ejercer sus derechos, favoreció la, ya mencionada, separación entre propiedad y control<sup>105</sup>.

Por todo ello, se le asignó a Sir David Walker el cometido de estudiar dicha problemática. En noviembre de 2009 emitió un informe en el que le proponía al *Financial Reporting Council* la elaboración de un documento que incluyese directrices dirigidas a los inversores institucionales. Se tomó como punto de partida el Código de responsabilidades de los inversores institucionales, de 1991<sup>106</sup> (renombrado en el 2002 como Código de responsabilidades de los inversores institucionales y de los agentes).

Finalmente, en julio del 2010, *The Financial Reporting Council*, publicó el denominado *Stewardship Code*, que ha sido revisado y modificado por última vez en septiembre de 2012. Los aspectos principales de este trabajo<sup>107</sup> son:

- Se mantiene el sistema de cumplir o explicar.
- Está dirigido a los inversores institucionales.
- Actualmente contiene siete principios.

Entre estos principios, me parece importante destacar los cuatro siguientes<sup>108</sup>:

1. Los inversores institucionales tienen el deber de actuar siempre en interés de sus clientes y por ello deben tener una política en caso de que surjan

---

<sup>104</sup> Vid. GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. pp.162 y ss.

<sup>105</sup> GUERRA: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia...*, cit. p.165. El autor alude a que, a diferencia de EE.UU., en los países Europeos la presencia de inversores institucionales ha provocado el efecto contrario, es decir, ha supuesto la concentración de poder.

<sup>106</sup> Vid. REISBERG: “The Distinctive Evolution of the UK Corporate Governance...”, cit. pp.155 y ss.

<sup>107</sup> Vid: FINANCIAL REPORTING COUNCIL: *The UK Stewardship Code*, Septiembre 2012. p.4. Disponible en: <https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>

<sup>108</sup>Vid FINANCIAL REPORTING COUNCIL: *The UK Stewardship...*, cit. pp.6 y ss.

conflictos de intereses. Por lo general, los problemas surgen cuando los inversores institucionales tienen que votar en Junta de accionistas, aspectos que afectan a empresas matrices o incluso a sus propios clientes

2. Los inversores institucionales deben preocuparse por la marcha de las sociedades en las que invierten. En consecuencia, si consideran que hay alguna actuación que puede disminuir el valor de las acciones deberán comunicárselo a los sujetos que consideren oportunos y deberán llevar a cabo un control efectivo sobre las actuaciones de los gestores, asegurándose de que son las correctas
3. Otro principio destacable, es el que hace referencia a la importancia de la colaboración entre inversores. Anima a los inversores institucionales a colaborar con otros inversores y a llevar a cabo una declaración que haga referencia a este tipo de cooperación y a las circunstancias que pueden dar lugar a ella
4. Se aconseja a los inversores institucionales, que comuniquen a sus clientes mediante informes periódicos, las decisiones que hayan tomado. El contenido de dicha información será la que el principal haya convenido con su agente, el inversor institucional.

Dos meses antes, en Mayo de 2010, *The Financial Reporting Council*, difundió una nueva versión del Código combinado, que pasó a denominarse *UK Corporate Governance Code*. El código ha sido modificado, más o menos, cada dos años<sup>109</sup> y la versión más reciente es la de septiembre de 2014<sup>110</sup>.

## **6. EL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA Y SU AUGE EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS.**

De forma introductoria, es conveniente destacar determinados aspectos del debate sobre gobierno corporativo en nuestro país. Éste se inició en la década de los noventa y

---

<sup>109</sup> Vid. <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Corporate-Governance-Reporting/Corporate-governance.aspx> para un resumen cronológico.

<sup>110</sup> Documento disponible en: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>

desde entonces se ha llevado a cabo un movimiento renovador en materia de Derecho de sociedades, optándose, en un primer lugar, por los códigos de adopción voluntaria siguiendo la línea de los países anglosajones.

Los códigos elaborados en España han sido los siguientes:

1. Código Olivencia (1998)
2. Código Aldama (2003)
3. Código Conthe (Código unificado, 2006)
4. Actualización del Código unificado (2013)
5. Código de buen gobierno de las sociedades anónimas cotizadas (2015)

Junto a estos códigos de adopción voluntaria, se han ido haciendo, de forma paralela, modificaciones al marco normativo puesto que, en muchas ocasiones, se ha considerado que las recomendaciones voluntarias eran insuficientes.

### **6.1 El Código Olivencia y sus precedentes.**

El informe Olivencia fue elaborado por la Comisión especial para el estudio de un código ético cuya presidencia recayó en D. Manuel Olivencia Ruiz, catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad de Sevilla. La comisión debe su nacimiento al acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de Febrero de 1997.

Para situarnos en contexto y entender la decisión de crear dicha comisión, hay que tener presente que a finales de los años noventa estaban teniendo lugar en nuestro país los procesos de privatización de grandes empresas como Telefónica o Repsol. Por otro lado, el círculo de empresarios había apuntado tanto en 1996 como en 1997 la necesidad de llevar a cabo cambios en la regulación de la estructura, composición y régimen de funcionamiento de los Consejos de administración.

- En cuanto a las privatizaciones<sup>111</sup>, éstas trajeron consigo la dispersión del accionariado (lo que suponía un distanciamiento entre propiedad y control de la sociedad, fenómeno que no se daba cuando estaban bajo el control público), el cambio en la composición del consejo de administración y, en

---

<sup>111</sup>Vid. ALONSO: “El gobierno de las grandes empresas” en ESTEBAN..., cit. pp. 100 y ss.

definitiva, la conformación de un nuevo equipo directivo en grandes empresas como las anteriormente señaladas. La nueva dirección, tanto de Telefónica como de Repsol decidió tener en cuenta el movimiento suscitado en Reino Unido e incorporó parte de las recomendaciones de Cadbury (1992) en los reglamentos del Consejo de Administración.

- Por otro lado, el círculo de empresarios en 1996<sup>112</sup> llevó a cabo una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los consejos de administración y en 1997<sup>113</sup> publicó un documento que hacía referencia a los consejos de administración españoles en el marco de una economía globalizada.

De esta forma, aparece en España un movimiento que busca lograr un nuevo sistema de organización y control del poder societario. El objetivo principal del Código Olivencia va a ser la búsqueda de independencia y la transparencia de los Consejos de administración<sup>114</sup>. Para lograrlo, era imprescindible implantar soluciones que zanjaran el problema principal: la separación entre propiedad y control. Los ejecutivos vinculados a accionistas significativos (más del cinco por ciento del capital social) se encargaban de la gestión de la sociedad y lo hacían teniendo en cuenta los intereses de aquéllos que les habían situado en dicho puesto, en detrimento de los intereses del resto del accionariado que se encontraba disperso, sin perjuicio de ser, en numerosas ocasiones, mayoritario en su porcentaje total de participación capitalista<sup>115</sup>.

### *6.1.2 Razones que justifican la reforma.*

Existen varias razones que provocaron el movimiento reformador en España:

---

<sup>112</sup>Vid. CIRCULO DE EMPRESARIOS: *Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de administración*, Madrid, 1996 disponible en

[http://circulodeempresarios.org/sites/default/files/publicaciones/2009/07/Una-propuesta-de-normas-para-un-mejor-funcionamiento-de-los-Consejos-de-Administracion\\_1.pdf](http://circulodeempresarios.org/sites/default/files/publicaciones/2009/07/Una-propuesta-de-normas-para-un-mejor-funcionamiento-de-los-Consejos-de-Administracion_1.pdf)

<sup>113</sup> Vid. CIRCULO DE EMPRESARIOS: *Los consejos de administración españoles en una economía globalizada*, Madrid, 1997 disponible en

[http://circulodeempresarios.org/sites/default/files/publicaciones/1997/01/Boletin-62\\_1.pdf](http://circulodeempresarios.org/sites/default/files/publicaciones/1997/01/Boletin-62_1.pdf)

<sup>114</sup>Vid. ESTEBAN: "Presentación: ¿Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema...", cit. pp.28 y ss.

<sup>115</sup>Vid. ESTEBAN: "Presentación: ¿Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema...", cit. p.30. ed IDEM: "La renovación de la estructura de la administración...", cit. p 144.

1. En primer lugar, la **lejanía entre el modelo legal y el modelo real**<sup>116</sup>. Al igual que había sucedido 20 años antes en EE.UU, en España, la Ley de sociedades anónimas de 1989 siguió manteniendo el sistema monista de administración, por tanto, el Consejo de administración se encargaba tanto de la dirección como del control de los directivos de la sociedad. El problema del sistema monista era que en las grandes sociedades la gestión residía en los directivos en virtud de la delegación que hacían los consejos de administración en éstos (consejeros delegados, comisiones delegadas). Los directivos o ejecutivos, a su vez, formaban parte del consejo de administración, por lo que el Pleno del consejo no se podía considerar independiente a la hora de llevar a cabo la función de control que se les asignaba.

La falta de control provocó situaciones como la del caso Banesto<sup>117</sup> que, estalló en diciembre de 1993 cuando la CNMV ordenó que se destituyera de su cargo a los miembros del consejo de administración y a su presidente, Mario Conde. Por otro lado se ordenó que se suspendiera la cotización en bolsa de la entidad financiera. Ante esta situación los clientes retiraron entre setenta y cinco mil y cien mil millones de pesetas. El 30 de diciembre el gobernador del Banco de España dio a conocer que la crisis de Banesto se debía a la mala gestión por parte de los administradores y que el desequilibrio patrimonial de Banesto ascendía a seiscientos cinco mil millones de pesetas.

2. En segundo lugar, como hemos mencionado anteriormente, **los inversores institucionales**<sup>118</sup> modificaron sustancialmente la estructura accionarial de las grandes empresas. En España, las privatizaciones favorecieron la participación de estos inversores que, aunque ya estaban presente anteriormente, no fue hasta entonces cuando pasaron a tener una presencia significativa e interés en la marcha de las sociedades.

3. Otro motivo de enorme relevancia fue que, en nuestro país, comienza a tenerse en cuenta **la importancia del propio mercado como medio de control externo**. De forma indirecta, el mercado consigue controlar las actuaciones de los directivos de las sociedades anónimas cotizadas. Tanto el mercado de capitales como el mercado de control

---

<sup>116</sup>Vid. ESTEBAN "La renovación de la estructura de la administración...", cit. p 145 y ss.

<sup>117</sup>Vid. ESTEBAN "La renovación de la estructura de la administración" en ESTEBAN (Coordinador): *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, p.150. y Vid. NOCEDA/DE BARRÓN: *La caída de un banco que no sirvió de escarmiento*, Madrid, 2013 disponible en [http://economia.elpais.com/economia/2013/12/21/actualidad/1387641388\\_623448.html](http://economia.elpais.com/economia/2013/12/21/actualidad/1387641388_623448.html)

<sup>118</sup>Vid. ESTEBAN: "La renovación de la estructura de la administración...", cit. p 150.

societario<sup>119</sup> permiten a los inversores o posibles inversores, incidir en la marcha de las sociedades.

Es importante señalar que en 1988, la propia Ley del mercado de valores había destacado, en su Exposición de Motivos, la importancia del mercado de capitales y la necesidad de potenciarlo, además de la trascendencia de lograr su eficacia, transparencia y adecuado funcionamiento<sup>120</sup>.

4. Al hilo de lo anterior, el **principio de la transparencia informativa**<sup>121</sup> en el mercado de valores se postula como uno de los aspectos a reforzar en esta nueva etapa reformista. Destaca la expresión del art 15 del Real Decreto 291/1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, donde se recoge que la información sirve para que los inversores “*puedan formarse un juicio fundado y racional*”. Para que el inversor o posible inversor pueda actuar de forma lógica y pueda, por consiguiente, decidir si desea invertir, desinvertir o tomar cualquier otra decisión importante, es necesario dotarle de toda la información relevante.

### ***6.1.3. Voluntariedad del Código Olivencia.***

Teniendo en cuenta la necesidad de reformar determinados aspectos, tanto societarios como del mercado de valores, surgió la problemática de cómo debía hacerse, si modificando la legislación existente o utilizando el método anglosajón basado en los códigos de adopción voluntarias. Finalmente, se optó por la segunda opción como alternativa a la reforma del modelo legal.

El Consejo de Ministros, acordó el 29 de Febrero de 1997, la creación de la comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración. Dicha comisión, elaboró y publicó en Febrero de 1998 un informe sobre el consejo de administración y un código de buen gobierno del Consejo de administración, el

---

<sup>119</sup>Vid. ESTEBAN: “La renovación de la estructura de la administración...”, cit. p 151.

<sup>120</sup>Vid. FERNÁNDEZ: “Reflexiones acerca del papel de los controles externos sobre el Gobierno corporativo de la sociedad cotizada y el derecho preventivo de las crisis empresariales” en AA.VV: *Gobierno corporativo y crisis empresariales (II Seminario Harvard-Complutense de derecho mercantil)*, Madrid, 2006, p.75 y Vid. LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES, apartados, 7,14 y 15 de la exposición de motivos.

<sup>121</sup>Vid. FERNÁNDEZ: “Reflexiones acerca del papel de los controles externos sobre el Gobierno corporativo de la sociedad cotizada y el derecho...”, cit.p.74.

denominado Código Olivencia. La estructura del documento elaborado por la comisión es la siguiente<sup>122</sup> :

1. Introducción
2. Informe sobre la problemática de los Consejos de Administración de las sociedades que apelan a los mercados financieros. El informe constituye la base en la que se fundamentan las recomendaciones recogidas en el código.
3. Código de Buen Gobierno, compuesto por recomendaciones dirigidas especialmente a las sociedades cotizadas. En total se compone de 23 recomendaciones.

El carácter voluntario de las recomendaciones del Código Olivencia, fue criticado por gran parte de la doctrina, se calificó al código de “norma blanda” al no existir sanciones jurídicas si no se cumplía con las pautas que en éste se recogían. Sin embargo, la falta de obligatoriedad de las recomendaciones no suponía un problema desde el punto de vista teórico<sup>123</sup>, ya que la finalidad no era otra que la de permitir a las sociedades seguir gozando de la libertad y autonomía de organización que se les reconocía en las leyes. Eso sí, si decidían poner en práctica las recomendaciones, el propio mercado se encargaría de aumentar el valor de la empresa, puesto que se entiende que siguiendo las pautas se lograría un incremento de transparencia en la información remitida a los accionistas, una mejor gestión de la sociedad y un notable refuerzo del control de los gestores. Aspectos que se traducen en la mejora de la reputación de la sociedad en cuestión y en el aumento del valor de sus acciones.

Nuestro país fue el tercer Estado europeo, tras Reino Unido y Francia<sup>124</sup>, en publicar un código de buen gobierno. Como se ha señalado, se apuesta por la autorregulación de las sociedades, los administradores de las sociedades anónimas cotizadas, además de cumplir con lo recogido en la legislación, podrían tener presente los parámetros de conducta que se incorporan al código e incorporarlos a sus documentos sociales si lo consideraban oportuno.

---

<sup>122</sup>Vid. ESTEBAN: 'Presentación: ¿Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema...', cit. p.27.

<sup>123</sup>Vid. FERNANDEZ DE LA GANDARA: 'El debate actual sobre el gobierno corporativo...', cit. pp. 72 y ss.

<sup>124</sup> En Francia se elaboró en 1995 el Informe Viénot I.

Tras la publicación del código Olivencia, la Comisión nacional del mercado de valores (CNMV), se dirigió a las sociedades anónimas cotizadas más relevantes de España para invitarles a modificar el funcionamiento de sus consejos de administración, de forma que se adaptase a lo establecido en el informe y en el código Olivencia. Asimismo, distribuyó entre las sociedades que cotizaban en Bolsa, un reglamento tipo del Consejo de Administración<sup>125</sup> en el que se transcribieron las recomendaciones del código. En relación con esta postura de la Comisión nacional de valores, hay que destacar que el mismísimo presidente de la comisión, el profesor Olivencia, llevó a cabo una dura crítica y recordó que las recomendaciones no debían ser impuestas a los destinatarios, ni mediante regulación legislativa, ni a través de medidas indirectas como las adoptadas por la Comisión nacional del mercado de valores<sup>126</sup>.

#### *6.1.4 Destinatarios del Código Olivencia.*

En cuanto a los destinatarios del código, se trata de un trabajo dirigido principalmente a las sociedades cotizadas o las que aspiran a serlo. No obstante, esto no significa que otras sociedades que no tuviesen dicho carácter, no pudieran adoptar las recomendaciones del documento para mejorar sus estructuras de gobierno<sup>127</sup>.

#### *6.1.5 Recomendaciones del Código.*

En primer lugar, el código recoge un total de veintitrés recomendaciones y a continuación se recogerán las que he considerado más relevantes por sus posteriores adaptaciones a la normativa legal de nuestro país. Hay que señalar que las recomendaciones del código Olivencia, en respuesta al mandato recibido, se centran en su mayoría en los Consejos de administración, sin perjuicio de que se señale en el informe elaborado por la comisión, la necesidad de lograr una mayor y mejor comunicación entre el consejo de administración y los accionistas, en especial, con los de carácter institucional.

***Composición del Consejo de administración y nombramiento de los miembros:*** Las recomendaciones número dos y número tres se refieren a la estructura del

---

<sup>125</sup>Vid. ALONSO: “El gobierno de las grandes empresas” en ESTEBAN..., cit. p.102.

<sup>126</sup>Vid. FERNANDEZ DE LA GANDARA: “El debate actual sobre el gobierno corpora..., cit. p.73.

<sup>127</sup>Vid. FERNANDEZ DE LA GANDARA: “El debate actual sobre el gobierno corpora..., cit. p.78.

Consejo de administración. Dichas recomendaciones<sup>128</sup>, señalan la importancia de que en el Consejo de administración exista un número significativo de consejeros independientes que se encuentren desligados del equipo ejecutivo y de los accionistas que posean una parte significativa del capital de la compañía. Tales recomendaciones están encaminadas a proteger a los pequeños accionistas, los cuales no tienen representación directa en el Consejo de Administración. De igual forma, se recomienda que el Consejo esté compuesto por más consejeros externos (pueden ser dominicales o independientes), es decir que no sean ejecutivos, que de consejeros internos. Se busca mantener la objetividad del Consejo, a la hora de controlar las actuaciones de los ejecutivos.

Por otro lado, el código recomienda que sean más los consejeros externos (dominicales o independientes) que los ejecutivos y que la proporción entre consejeros dominicales e independientes dependa de la estructura del capital. El código Aldama mantuvo las mismas recomendaciones y el Código Conthe aunque también las mantiene matiza que los consejeros independientes deberán de conformar al menos un tercio del consejo de administración.

En relación a la selección de consejeros y altos directivos<sup>129</sup>, la recomendación número ocho del código, propone la creación, entre otras, de la Comisión delegada de *nombramiento* que estaría compuesta por consejeros externos. La recomendación número once complementa lo mencionado recomendando que la intervención del consejo en la selección y reelección de sus miembros, esté sometida a un procedimiento en el cual impere la transparencia y la objetividad, que debe basarse siempre en las propuestas de la comisión de nombramiento.

***Comisiones delegadas de control.*** La recomendación número ocho<sup>130</sup> del código de buen gobierno, propone la creación de unas comisiones de control. Son la comisión de retribuciones, la comisión de auditoría, la comisión de nombramientos y la comisión de cumplimiento. Cada una de ellas tendría como objeto la supervisión de las actuaciones relacionadas con sus respectivas áreas. En los posteriores trabajos (Aldama y

---

<sup>128</sup> Vid. COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES: *El gobierno de las...*cit p.64.

<sup>129</sup> Vid. COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES: *El gobierno de las...*cit p.65.

<sup>130</sup> Vid. COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES: *El gobierno de las...*cit p.65.

Conthe), se mejoró la recomendación número ocho del Código de buen gobierno. El informe Aldama, incorpora una nueva comisión; la comisión de Estrategia e Inversiones que se ocuparía del análisis y seguimiento de los riesgos del negocio y el Código Conthe lleva a cabo una exposición de las funciones encomendadas a cada una de las comisiones, a la vez que recomienda que estén compuestas por al menos tres consejeros externos (dominicales o independientes) y que sean presididas siempre por un consejero independiente<sup>131</sup>.

- En relación a las comisiones, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, estableció en su artículo 42 la obligación de constituir una comisión de Auditoría en el caso de las sociedades que cotizarán en el mercado secundario de valores.
- Actualmente, la creación de la comisión de remuneración, nombramiento y auditoría, viene impuesta para las sociedades cotizadas<sup>132</sup> en el artículo 529.2 terdecies de la Ley de sociedades de capital, introducido 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. Se exige, en el caso de las tres comisiones, que estén compuestas exclusivamente por consejeros no ejecutivos de los cuales, al menos dos, sean independientes.

***Deberes de los administradores y conflictos de intereses.*** La recomendación que, en mi opinión, es la más importante y que, posteriormente, ha sido tomada en cuenta para llevar a cabo reformas de carácter legal, es la número dieciséis. En ésta se propone a las sociedades que detallen en la normativa interna, las obligaciones concretas que derivan de los deberes de los administradores. Las decisiones y actuaciones de los administradores tienen una enorme repercusión ya que se encuentran en juego numerosos intereses que se

---

<sup>131</sup> Vid. FERRUZ/MARCO/ACERO: “Evolución temporal de los códigos de buen gobierno en España” en *Boletín económico de Ice*, N° 2948, 2008, p.24. Disponible en : [http://www.revistasice.com/cache/pdf/BICE\\_2948\\_1928\\_\\_16E8BFF889D6ED2DA89A1C7C8DBA7545.pdf](http://www.revistasice.com/cache/pdf/BICE_2948_1928__16E8BFF889D6ED2DA89A1C7C8DBA7545.pdf)

<sup>132</sup> Vid. SIEGER: “La división interna del consejo de administración en comisiones y la exigencia de responsabilidad a los directores. La evaluación anual del funcionamiento del consejo de administración y el de sus comisiones” en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA (Dir): *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Navarra, 2015, p.215.

pueden ver perjudicados si los administradores no llevan a cabo su cometido teniendo en cuenta parámetros como la diligencia o la lealtad a la sociedad.

El problema surgía a la hora de saber cuáles eran las obligaciones específicas que derivan de los deberes exigibles a éstos ya que, únicamente, existían una serie de disposiciones genéricas. Por todo ello, no me cabe duda de que la recomendación número dieciséis de la comisión, responde a la insuficiencia de la normativa existente para determinar de forma específica como deben actuar los consejeros y cuáles son sus obligaciones respecto de la sociedad y respecto de los miembros integrantes de ésta.

- Previamente al Código Olivencia, la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 solamente recogía, en su art 127 “*la obligación de los administradores sociales de desempeñar el cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal*”. Se trata de una norma, como ya se ha adelantado, con un contenido muy genérico, por lo que tendrían que ser las propias compañías a través de las reglas de funcionamiento interno las que precisaran que se entiende por “diligencia de un ordenado empresario” y por “representante leal” y establecer las obligaciones concretas que les serían exigibles a los administradores<sup>133</sup>.
- En un intento de mejorar la redacción de dicho artículo, la Ley 26/2003, de 17 de julio por la que se modifican la Ley 24/1988, de 24 de julio, de Mercado de valores, y el Texto refundido de la Ley de Sociedades anónimas de 1989 con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, introdujo apartados nuevos que hacían referencia concreta a las obligaciones derivadas del deber de diligencia y del deber de lealtad de los consejeros, utilizando como base lo propuesto tanto en el código Olivencia<sup>134</sup>, como en el posterior informe Aldama<sup>135</sup>:

---

<sup>133</sup> Vid. COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES: *El gobierno de las...* cit p.46.

<sup>134</sup> Vid. GÓNZALEZ-MENESES: “Los deberes del administrador en situación de conflictos” en MARTINEZ-ECHEVARRÍA (Dir): *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Navarra, 2015, pp. 544 y ss.

<sup>135</sup> Vid. COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZA...cit. p. 49.

-El artículo 127 bis, introducido por la ley 26/2003, recogió las obligaciones que derivan del deber de fidelidad de los administradores exponiendo que *“los administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés de la sociedad.”* En mi opinión, siguió siendo una redacción enormemente abstracta, puesto que no se especificaba el concepto de interés social. Como inciso, dicho concepto social ha sido uno de los aspectos más debatidos por la doctrina a lo largo de estos años. Tanto el código Olivencia como el código Conthe optaron por una definición contractualista y restringida<sup>136</sup>, considerando el interés general como el interés común de los accionistas, que no sería otro que el de la maximización del valor de sus acciones y, por tanto, del valor económico de la sociedad.

-El artículo 127 ter, estableció las obligaciones de los administradores para el cumplimiento del deber de lealtad que se les exige. En el artículo se hace referencia expresa a los conflictos de intereses en el apartado 3: *“Los administradores deberán comunicar al consejo de administración cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que pudieran tener, con el interés de la sociedad. En caso de conflicto, el administrador afectado se abstendrá de intervenir en la operación a que el conflicto se refiera.”* *“En todo caso, las situaciones de conflicto de intereses en que se encuentren los administradores de la sociedad serán objeto de información en el informe anual de gobierno corporativo.”*

Una vez más, no se especificó que debía entenderse por conflicto de interés y, por tanto, era muy difícil poder definir correctamente las obligaciones de los administradores cuando se encontraban en dicha situación, o las actuaciones que debían abstenerse de llevar a cabo para evitar el conflicto.

---

<sup>136</sup> Vid. COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES: *El gobierno de las...*cit p.19 y CNMV: *Código unificado de buen gobierno de las sociedades coti...*cit. p.17.

- Posteriormente, con la publicación de la Ley de Sociedades de Capital en el 2010, se establecieron desde el art 225 hasta el 230 los deberes de los administradores. No obstante, seguían siendo disposiciones excesivamente genéricas y se tuvo que esperar hasta el año 2014 para que el contenido del deber de diligencia y del deber de lealtad fuera concretado<sup>137</sup>. Fue 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, la que se encargó de ello y a la vez estableció, por primera vez, el carácter imperativo del régimen del deber de lealtad y de las manifestaciones de éste.

Es importante tener claro que no se le otorgó este carácter imperativo al régimen del deber de diligencia. Esta postura por parte del legislador, parece justificarse en que la infracción del deber de diligencia no le aporta ningún beneficio económico al infractor, mientras que las conductas de carácter desleal sí traen consigo enriquecimiento personal para éste y, además, el perjuicio de los intereses de los accionistas y de la sociedad<sup>138</sup>.

En el anexo I, se recogen los cambios más relevantes que sufrió la Ley de sociedades de capital en relación a los deberes de los administradores, aspecto de indudable trascendencia en materia de gobierno corporativo, con la entrada en vigor de la Ley 31/2014 por la que se modifica la Ley de sociedades de capital para la mejor de gobierno corporativo.

## 6.2 Informe Aldama

### 6.2.1 ¿Por qué un nuevo código?

Cuando se consideraba que por las circunstancias concretas del momento hacía falta revisar aspectos ya recogidos por los códigos o incorporar algunos nuevos, se publicaban nuevos trabajos, por lo que los códigos europeos de buenas prácticas, se fueron

---

<sup>137</sup> Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA: “La reforma de la ley de sociedades de capital en materia de gobierno corporativo” en GARCÍA DE ENTERRÍA (Dir): *La reforma de la ley de sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Navarra, 2015, p.61.

<sup>138</sup> Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA: “La reforma de la ley de sociedades de capital en materia de gobierno corporativo...cit. p. 63 y ss.

renovando cada cierto tiempo. Es el caso del Informe Vienot I (Francia, 1995) que se renovó en 1999 pasando a denominarse Informe Vienot II, o la evolución de los códigos ingleses ( Cadbury (1992), Greenbury (1995), Hampel (1998), ...).

En el contexto de los organismos europeos, tiene enorme importancia el Informe Winter, documento elaborado por el “Grupo de expertos en Derecho de sociedades” de la Unión Europea. Éste recopiló una serie de recomendaciones y mecanismos de control internos para las compañías (establecimiento de medidas que protegieran al pequeño accionista, registro de las transacciones entre empresas del grupo...).

Teniendo en cuenta lo planteado, España consideró necesario llevar a cabo ciertas modificaciones y, en julio de 2002, se constituyó la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas. El informe final se publicó el 8 de enero de 2003. Para algunos especialistas como Rafael Mateu de Ros<sup>139</sup>, el Gobierno, con la decisión de crear la nueva comisión, aceptaba y reconocía que las medidas recogidas por el código Olivencia de 1998 no habían sido suficientes y que, en la práctica, no habían supuesto especiales cambios en la forma de gobernar las grandes sociedades.

El informe Aldama<sup>140</sup>, explicó que la información que proporcionaban las sociedades cotizadas a los mercados y a los accionistas no era suficiente y que debido a esta falta de transparencia se producían situaciones poco recomendables, como conflictos de intereses o la utilización por parte de los directivos y de los consejeros de información privilegiada para en su propio beneficio o de terceros vinculados a ellos.

En cuanto a la intención del informe y del contenido de éste, el propio trabajo<sup>141</sup> recoge que se trata, de nuevo, de recomendaciones de carácter voluntario mediante las cuales se busca equilibrar la protección legal de los derechos de los accionistas, la auto-

---

<sup>139</sup> Vid. CHIVITE/RODRIGUEZ: “Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código unificado o Código Conthe...cit, p.17.

<sup>140</sup> Vid. COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS: *Informe Aldama*, Madrid, 2003, p. 1 Disponible en:

<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/INFORMEFINAL.PDF>

<sup>141</sup> Vid. COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZA...cit. p. 11.

regulación de las sociedades cotizadas y la necesaria transparencia en la gestión de las sociedades. En relación a los destinatarios<sup>142</sup>, vuelven a ser las sociedades cotizadas, pero el informe Aldama matiza que las recomendaciones también se dirigen a compañías del mercado primario de valores<sup>143</sup> aunque posteriormente dichos valores no coticen en el mercado secundario<sup>144</sup>.

### *6.2.2 Recomendaciones destacables.*

Aunque muchas de las recomendaciones del informe, coinciden con las ya establecidas por su predecesor (código Olivencia), la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas introduce algunos aspectos novedosos de gran importancia:

En relación a las **comisiones delegadas**, Aldama introduce la recomendación de constituir una comisión de estrategia e inversiones<sup>145</sup>. Aunque se trató de una propuesta novedosa, posteriormente el Código Conthe sólo hizo mención a la comisión de auditoría y a la comisión(es) de Nombramientos y Retribuciones. Como se explica en el informe del grupo, la comisión tendrá las funciones “de propuesta o informe al Consejo sobre todas aquellas decisiones estratégicas, inversiones y desinversiones, que sean de relevancia para la sociedad o para el grupo”. Los miembros de dicha comisión deberán ser designados por el propio Consejo, pudiendo formar parte de ella, no solo los consejeros externos, sino también los consejeros ejecutivos

Otra de las diferencias respecto del Código Olivencia se produce en relación a la **retribución de los consejeros**. Olivencia proponía que una parte de las remuneraciones de los consejeros estuviese vinculada a los resultados de la empresa. Se recoge en el Informe de la comisión Olivencia que a la hora de establecer las remuneraciones de los consejeros es de suma importancia actuar con moderación, es decir, que la retribución sirva

---

<sup>142</sup> Vid. COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZA...cit. p.11.

<sup>143</sup> El mercado primario es el mercado de emisión. Es donde por primera vez se emiten los títulos financieros.

<sup>144</sup> Cotizar significa pertenecer al mercado secundario, que es donde se lleva a cabo la negociación de los títulos previamente emitidos en el mercado primario.

<sup>145</sup> Vid. COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZA...cit. p.39.

como incentivo pero sin que sea de tal cantidad que comprometa la independencia de éstos<sup>146</sup>. Aldama apoyó la propuesta de su predecesor, pero matizando que las remuneraciones que consistieran en la entrega de acciones sólo deberían ser ofrecidas a los consejeros ejecutivos.

Sin perjuicio de lo anterior, la recomendación del Informe Aldama de mayor relevancia, es la de la elaboración de un **Informe Anual de Gobierno Corporativo**<sup>147</sup>. La comisión Aldama advierte de la necesidad de que las sociedades que cotizan en bolsa, sigan una serie de criterios de gobierno corporativo y recomienda que los aspectos referentes a éste que se hayan tenidos en cuenta y hayan sido aplicados se recojan en un único texto para que puedan ser conocidas más fácilmente por accionistas e inversores<sup>148</sup>.

La elaboración del Informe anual de gobierno corporativo le corresponde al Consejo de administración y responde al deber de información y transparencia que permite que los inversores puedan formarse un juicio objetivo acerca de dichas sociedades. Se observa como “el principio de cumplir o explicar” (“comply or explain”), que recogía la recomendación número veintitrés del código Olivencia, se lleva un paso más allá, puesto que hasta entonces no se exigía un formato concreto.

- La creación de un Informe anual de Gobierno corporativo, se convirtió en una disposición de cumplimiento obligatorio para las sociedades cotizadas con la entrada en vigor de la Ley 26/2003 de 17 de julio por la que se modifican la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de valores, y el Texto refundido de la Ley de Sociedades anónimas de 1989, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

El artículo primero de la Ley, al cual se le dio el nombre de “modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de valores”, incluyó en la mencionada Ley el artículo 116 que pasó a recoger exactamente lo establecido en el punto 2.1 del Informe Aldama referente al contenido de la

---

<sup>146</sup> Vid. . CHIVITE/RODRIGUEZ: “Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código unificado o Código Conthe ...cit, p.16.

<sup>147</sup> Vid. COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZA...cit. p.42

<sup>148</sup> Dichas disposiciones se recogen tanto en el reglamento del consejo, como en el reglamento de la junta general de accionistas.

información que debía proporcionarse a los accionistas e inversores en materia de Gobierno Corporativo a través del Informe Anual de Gobierno corporativo<sup>149</sup>.

- La Orden “ ECO/3722/2003. Informe Anual de Gobierno Corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades” se publicó el 26 de diciembre del 2003 y desarrolló lo establecido en la Ley 26/2003 en relación a la información mínima que debía recoger el Informe Anual de Gobierno Corporativo<sup>150</sup>.

### **6.3 Ley 26/2003 de 17 de julio por la que se modifican la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de valores, y el Texto refundido de la Ley de Sociedades anónimas de 1989 con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.**

Creo que es de enorme importancia hacer una referencia expresa, aunque sea breve, a la Ley 26/2003 puesto que se trata del primer texto legislativo en materia de Gobierno Corporativo de nuestro país. La Exposición de Motivos fundamentó la necesidad de dicho trabajo en el “marco económico globalizado, el aumento del grado de internacionalización de la economía española, los niveles de armonización derivados del mercado único europeo, la nueva situación estructural y algunas disfunciones recientemente puestas de manifiesto en otros mercados extranjeros”. Encontró, por tanto, justificación en la creciente internacionalización de las empresas españolas, en la libertad empresarial garantizada en el contexto de la UE y en los problemas que se habían suscitado en relación a dicha materia tanto en el resto de los países europeos como en España.

La Ley fue conocida como “Ley de transparencia” o “Ley Aldama” debido a que incorporó a nuestro ordenamiento jurídico gran parte de las recomendaciones del Informe Aldama. Entró en vigor el día 19 de julio y supuso la introducción de 7 nuevos artículos en la ley del Mercado de Valores de 1988 (artículos 111 a 117 dedicados a las sociedades

---

<sup>149</sup> El punto 2.1 del Informe Aldama recoge el contenido de la información sobre la estructura de gobierno que debe hacerse pública en el caso de las sociedades anónimas cotizadas. Recoge entre ellas: La estructura de propiedad de la sociedad, la estructura de la administración de la sociedad, las operaciones vinculadas y operaciones intra-grupo realizadas o el funcionamiento de la junta general de accionistas.

<sup>150</sup> Vid. CHIVITE/RODRIGUEZ: “Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código unificado o Código Conthe...cit. p.18.

anónimas cotizadas) y modificó cuatro artículos de la Ley de sociedades anónimas de 1989 (artículos 105, 112, 127 y 133). Asimismo introdujo cinco nuevas disposiciones que hacían referencia a las Cajas de Ahorro. Ya se han recogido a lo largo del trabajo las explicaciones oportunas de algunos de éstos preceptos por lo que no se volverá sobre ellos.

La propia ley establece que el incumplimiento de las obligaciones impuestas a las sociedades cotizadas en materia de información corporativa y su publicidad traerá consigo el establecimiento de sanciones a la compañía infractora mediante el procedimiento sancionador que se establece en la Ley del mercado de valores. Además, la Comisión nacional del mercado de valores, en virtud de las competencias que la Ley del Mercado de valores le atribuye, se encargaría de recabar la información que fuese necesaria para comprobar si las compañías que cotizan en Bolsa están o no, cumpliendo las medidas legales establecidas al respecto. Se trata de un punto de inflexión en nuestro país, se comienzan a regular imperativamente aspectos que antes se dejaban enteramente en manos de las sociedades.

Este cambio en la tendencia flexible de la normativa legal, encuentra justificación en la necesidad de proteger a los accionistas y, en concreto, a los pequeños accionistas, pero también trata de asegurar el bienestar financiero del país y que nuestro mercado bursátil pueda ser competitivo con el del resto de países europeos. Las disposiciones imperativas aportan una mayor seguridad a los posibles inversores, quienes en ocasiones decidieron no invertir en sociedades españolas debido a la falta de protección real del accionariado.

#### **6.4 Código Conthe.**

La ya mencionada Orden ECO/3722/2003 de 26 de diciembre, ordenó a la CNMV la elaboración de un documento en el cual se recogieran las recomendaciones en materia de gobierno societario existentes hasta la fecha para que las sociedades que cotizarán en bolsa, lo tuvieran en cuenta a la hora de cumplir con la obligación del artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores, el cual les obligaba a la elaboración del informe anual de gobierno corporativo.

En el año 2006 se constituyó el “Grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas” en mandato del acuerdo del consejo de ministros de 29 de julio del 2005. El grupo de trabajo debería asesorar a la CNMV para que ésta no se ciñera únicamente a recoger las recomendaciones existentes, sino que incorporase nuevas

propuestas teniendo en cuenta las recomendaciones de la OCDE del año 2004 y de la Comisión Europea en materia de gobierno corporativo.

El documento final se aprobó el 19 de mayo del 2006 e incorporó 58 recomendaciones. Se mantuvo el principio fundamental de cumplir con las recomendaciones o explicar con transparencia la decisión de no hacerlo. La idea de que los mercados evaluarían las decisiones y explicaciones que las sociedades aportasen, siguió siendo un pilar básico del sistema voluntario de los códigos. Como novedad, el trabajo recogió un apartado en el cual se señaló el concepto de ciertas instituciones que hasta el momento habían provocado incertidumbre entre los propios órganos sociales, inversores, especialistas...etc. Es el caso de la figura del alto directivo, de los consejeros ejecutivos, consejeros dominicales y consejeros independientes. También recoge la definición de participación significativa.

Aunque las recomendaciones no son de obligado cumplimiento, las definiciones sí son vinculantes, lo que significa que cuando una sociedad quiera calificar a un consejero como dominical, ejecutivo o independiente, no podrá hacerlo si no cumple con lo establecido al respecto en el apartado de “definiciones vinculantes” del código. Al igual sucederá en el caso de la figura del alto directivo o cuando se quiera hacer referencia a participaciones significativas.

El código se encuentra dirigido a todas las sociedades cotizadas<sup>151</sup> independientemente del tamaño de éstas o de su capacidad de capitalización. Se estructura<sup>152</sup> de la siguiente forma:

- Principios que ordenan las recomendaciones
- Recomendaciones
- Definiciones vinculantes
- Apéndices, dividido en tres partes:

1. Normas jurídicas relacionadas con las materias objeto de las recomendaciones del código.

---

<sup>151</sup> Vid. CNMV: *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (Código Contbe)*, Madrid, 2006, p.12

<sup>152</sup> Vid. CNMV: *Código unificado de buen gobierno de las sociedades coti...*cit. p.8

2. Concordancias básicas entre el código unificado y otras recomendaciones.
3. Composición del grupo especial de trabajo

En cuanto a las recomendaciones más relevantes de dicho código, destacaría la número tres<sup>153</sup>, la cual hace referencia a las **competencias de la junta de accionistas**. Es destacable que es el primero de los tres códigos que aboga por el aumento de las competencias de dicho órgano, lo que considero personalmente de gran importancia. Se ve como la CNMV y el grupo especial han considerado que para seguir progresando en materia de buena gobernanza empresarial hace falta fomentar la participación de los accionistas.

Recomiendan que, “sin perjuicio de que las normas mercantiles no obliguen a ello, se someta a la aprobación por parte de la junta de accionistas las operaciones que supongan una modificación estructural de la sociedad<sup>154</sup>”. Recoge expresamente tres supuestos:

1. La transformación de sociedades cotizadas en compañías holding mediante filiación o incorporación a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad, incluso aunque ésta mantenga el pleno dominio de aquéllas.
2. La adquisición o enajenación de activos operativos esenciales, cuando entrañe una modificación efectiva del objeto social.
3. Las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad.

Hasta el momento la Ley de sociedades anónimas otorgaba a la junta la competencia de aprobar determinados acuerdos como la “fusión, escisión, transformación, cambio de objeto social, disolución o cesión global de activo y pasivo<sup>155</sup>”. En conclusión, aquellas actuaciones que supusieran una modificación importante de la naturaleza o estructura de la sociedad. Sin embargo, quedaban al margen otras operaciones societarias que producían efectos similares y que por no estar expresamente mencionadas quedaban enteramente en manos del consejo de administración. A este tipo de operaciones son a las que el código Conthe hizo referencia.

---

<sup>153</sup> Vid. CNMV: *Código unificado de buen gobierno de las sociedades coti...*cit.p.15

<sup>154</sup> Vid. CNMV: *Código unificado de buen gobierno de las sociedades coti...*cit.p. 15

<sup>155</sup> Vid. CNMV: *Código unificado de buen gobierno de las sociedades coti...*cit. p. 14

- Posteriormente la Ley 31/2014 introdujo modificaciones a la Ley de sociedades de capital en materia de competencias de la junta de accionistas. El artículo 160 pasó a recoger la competencia de la junta de accionistas de todas las sociedades de capital, de acordar la adquisición, enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales (más del 25% del valor de los activos que aparezcan en el último balance aprobado). Se trata de una disposición de carácter obligatorio.
- En el caso de las sociedades cotizadas, se introduce el nuevo artículo 511 bis que recoge con carácter imperativo la recomendación de que se someta a aprobación por la junta de accionistas la transformación de sociedades cotizadas en compañías holding mediante filiación o incorporación a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad, incluso aunque ésta mantenga el pleno dominio de aquellas y también las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad.
- En relación también a las competencias de la junta, la Ley 31/2014 introduce una nueva redacción del artículo 161 de la Ley de sociedades de capital, estableciendo la facultad de ésta “para impartir instrucciones al órgano de administración o someter a su autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión”, siempre que los estatutos no recojan lo contrario. Esta competencia de la junta que se reconocía, hasta dicho momento, únicamente en el ámbito de las sociedades limitadas, se extiende ahora a todas las sociedades de capital, incluidas las sociedades cotizadas.

Hay que puntualizar, que la disposición no se encuentra libre de controversia. Su redacción ha dado lugar a enormes dificultades para entender los verdaderos efectos de dicho artículo. En primer lugar, no queda claro a que se refiere con “asuntos de gestión” y, por tanto, no se sabe específicamente en qué ocasiones podría la junta otorgar sus instrucciones. Asimismo, tampoco se precisa si las instrucciones de la junta vinculan o no al órgano de administración, ni cuáles serían las

consecuencias del incumplimiento por parte de éstos de dichas instrucciones<sup>156</sup>.

Otra recomendación del código Conthe que a mi juicio es importante, es la número quince, en la que se aboga por **la diversidad de género dentro del consejo de administración**<sup>157</sup>. Nunca antes en los códigos de buen gobierno españoles se había hecho mención a este aspecto y parece que desde entonces se ha vivido un pequeño aumento en el número de mujeres que forman parte del consejo de administración de las sociedades cotizadas españolas. No obstante, en mi opinión, no tantas como sería deseable puesto que a finales del año 2004 tan solo ocupaban un cuatro por ciento de los puestos de consejeros, y la mayoría como consejeros dominicales<sup>158</sup>. Todo ello sin mencionar que la presencia de mujeres en los puestos de presidente, vicepresidente o de de alta dirección era aun menor<sup>159</sup>.

El código recomendó que cuando fuese escaso o nulo el número de consejeras se explicaran las razones. Por otro lado, hizo mención expresa a la comisión de nombramientos, la cual debía buscar a la hora de nombrar nuevos consejeros, que los procedimientos no obstaculizaran la selección de mujeres para el cargo y que incluyeran entre los potenciales candidatos a mujeres que reúnan el perfil profesional buscado por la sociedad. La argumentación a favor de dicha propuesta es la de la diversidad en los consejos. Un consejo con diversidad entre sus miembros, es un consejo más activo y más efectivo<sup>160</sup>.

---

<sup>156</sup> Vid. GARCÍA-RENEDO: “Las nuevas competencias de la junta general y la intervención de ésta en asuntos de gestión” en GARCÍA DE ENTERRÍA (Dir): *La reforma de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Navarra, 2015, pp.18 y ss.

<sup>157</sup> Vid. CNMV: *Código unificado de buen gobierno de las sociedades coti...*cit. pp. 25 y ss.

<sup>158</sup> Vid. GÓMEZ (Dir): “Diversidad de género en los consejos de administración de las sociedades cotizadas y cajas de ahorros españolas” en Papeles de la fundación de estudios financieros, Vol 12, 2005, p.50. Disponible en :

<http://www.igualdadenlaempresa.es/enlaces/webgrafia/docs/diversidad-de-genero-en-el-poder-economico-2005.pdf>

<sup>159</sup> Vid. GÓMEZ (Dir): “Diversidad de género en los consejos de administración de las sociedades cotizadas y cajas de...cit. p.55.

<sup>160</sup> Vid. GÓMEZ (Dir): “Diversidad de género en los consejos de administración de las sociedades cotizadas y cajas de...cit. p.53.

En el ámbito de la Unión Europea también se han fomentado las prácticas que permitan acceder a dichos puestos al sector femenino. Para ello, a finales del año 2012, el ejecutivo comunitario fijó el objetivo de que el 40% de los miembros de los consejos de administración de las principales empresas europeas que cotizan en bolsa, fueran mujeres para el año 2020. Dicha cuestión fue retomada por el código de buen gobierno del 2015 en el cual se estableció como objetivo concreto que para el 2020 hubiera una presencia femenina en los consejos de administración del 30%.

Por último, hay que señalar que el código Conthe fue modificado en el año 2013 para suprimir aquellas recomendaciones y definiciones vinculantes que se incorporaron a la normativa legal posterior<sup>161</sup>.

### **6.5 La situación actual en materia de gobierno corporativo en nuestro país.**

España ha vivido desde el 2008 una importantísima crisis financiera que se ha visto agravada, en parte, por desaciertos en las prácticas de gobierno corporativo<sup>162</sup>. La mencionada crisis hizo que se elevaran las expectativas en cuanto a la gobernanza de las sociedades se refiere y las exigencias en tal materia aumentaron significativamente. Además, las recomendaciones de los códigos habían contribuido a crear una mayor cultura sobre transparencia y buenas prácticas en la gestión empresarial. La sociedad en general era consciente de la importancia de una gestión responsable de las empresas. Contar con los más elevados estándares en materia de gobierno corporativo suponía impulsar el crecimiento de las sociedades y, en consecuencia, el crecimiento económico del país.

El código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, publicado en febrero del 2015, completó la reforma del marco normativo en materia de gobierno corporativo. Reforma que se inició en mayo del 2013 cuando se constituyó la comisión de expertos en materia de gobierno corporativo por acuerdo del consejo de ministros, de 10 de mayo de 2013, la presidencia recayó sobre la presidenta de la Comisión nacional del mercado de valores, Elvira Rodríguez Herrero. El trabajo de dicha comisión tuvo una enorme repercusión y como respuesta se aprobó la Ley 31/2014 de 3 de diciembre, por la que se

---

<sup>161</sup> Vid: COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO: *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas*, Madrid, 2013, pp. 5 y 6.

<sup>162</sup>Vid: COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO: *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas...*cit. p.

modifica la Ley de sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo, a la que se ha aludido en numerosas ocasiones a lo largo del trabajo.

La función principal del nuevo código ha sido la de armonizar y actualizar las recomendaciones de los códigos Olivencia, Aldama y Conthe. El texto contiene 64 recomendaciones dirigidas, al igual que su predecesor, a las sociedades que cotizan en el mercado secundario de valores y a su vez elimina doce de las recogidas en el código Conthe puesto que habían sido incorporadas a la Ley de sociedades de capital tras la publicación de la Ley 31/2014.

## 7. CONCLUSIONES

1. La gobernanza de las sociedades se ha convertido en una de las cuestiones con mayor trascendencia social, política y económica. La globalización, internacionalización y el crecimiento generalizado de los mercados han venido exigiendo el establecimiento de nuevos parámetros que deben tenerse en cuenta a la hora de gestionar las sociedades a fin de fomentar y lograr la correcta gobernanza de éstas.

Un país cuyas empresas son gestionadas adecuadamente es un país que se asegura el crecimiento económico, la innovación y la competitividad de sus mercados. Las empresas son un elemento clave del engranaje económico de cualquier sociedad y los Estados se han dado cuenta de que fomentando las buenas prácticas en materia de gobierno corporativo aumentaban las inversiones en sus sociedades. Los inversores buscan sociedades que estén gestionadas por sujetos capaces de dejar de lado sus propios intereses y cuya única finalidad sea la de atender a los intereses de los accionistas, maximizando el valor de las acciones, y buscando siempre la forma de beneficiarlos.

Es fundamental tener presente que de la gestión de las empresas no dependen únicamente los intereses de los accionistas, sino también los de los trabajadores, acreedores, empresas filiales, etc...por lo que los consejos de administración, administradores y directivos también tendrán presentes dichos intereses a la hora de tomar decisiones.

2. El debate sobre el gobierno corporativo se originó en EE.UU durante la década de los 70 debido, sobre todo, a la enorme separación existente entre el modelo legal y el modelo real. El consejo de administración no cumplía con las funciones legales de gestión y dirección, ni la Junta actuaba como órgano soberano de la sociedad. Como respuesta a ésta

situación, surgieron dos escuelas que propusieron soluciones contrapuestas. Los contractualistas apostaban por una función subsidiaria del derecho a la hora de regular la estructura, el funcionamiento interno de las sociedades y los órganos sociales, dejando estas cuestiones en manos de la autonomía de la voluntad. Los institucionalistas consideraban necesario el carácter imperativo de las normas para lograr la protección de los inversores y de la propia sociedad. Aunque en EE.UU la normativa ha estado siempre muy influenciada por las propuestas contractualistas muy probablemente por la pertenencia de su ordenamiento al denominado *Common law*, las ideas institucionalistas han marcado las últimas décadas y se han aprobado en EE.UU normas con carácter imperativo en materia de gobierno corporativo.

3. Los avances vividos en el Reino Unido en materia de Gobierno corporativo, han sido un referente imprescindible para España. Su sistema basado en los códigos de adopción voluntaria, fue implantado a finales de la década de los noventa en nuestro país y la mayor parte de las recomendaciones que contenía el primer código inglés (Cadbury) fueron a su vez establecidas en nuestro primer código en materia de gobierno corporativo, el código Olivencia. No se trata de un hecho aislado puesto que numerosos aspectos de posteriores trabajos ingleses, en materia de remuneración de consejeros, régimen de consejeros externos, participación de inversores institucionalistas en la marcha de la sociedad, deberes de los consejeros o transparencia en la información proporcionada a los inversores, han sido tenidos en cuenta en nuestro país siendo, en muchas ocasiones, trasladadas literalmente a nuestros códigos.

4. En nuestro país, las privatizaciones de grandes empresas, los trabajos del círculo de empresarios, y acontecimientos como la crisis financiera del Banco Banesto, pusieron la cuestión del gobierno de las grandes empresas en el punto de mira y desde 1998 se han publicado cuatro códigos de buenas prácticas en materia de gobierno corporativo, todos de adopción voluntaria. No obstante, se han incorporado a nuestro ordenamiento jurídico de forma imperativa muchas de las recomendaciones de éstos códigos voluntarios. Este fenómeno responde a la necesidad de regular legalmente y con un carácter obligatorio determinados aspectos que afectan al gobierno de las sociedades para así asegurar la protección, sobretodo, de los accionistas. En mi opinión es una situación parecida a lo que ocurrió a partir de los años setenta en relación con los consumidores cuando se comenzó a regular de forma imperativa determinadas cuestiones para lograr la protección de éstos.

5. Aunque tradicionalmente las medidas propuestas para la mejora de la gobernanza societaria se centraron en las actuaciones y en el régimen del consejo de administración y de los administradores, en los últimos años se ha asistido un cambio en la mencionada tendencia. Progresivamente fueron adoptándose medidas que fomentaban la participación de los accionistas y de la junta en la marcha de la sociedad, en concreto se aumentaron las competencias de ésta en relación a la gestión de la sociedad, lo que sirvió para animar a los accionistas minoritarios de las sociedades a asistir a la junta y a ejercer los derechos políticos que su condición de accionista les otorgaba.

6. Sin perjuicio de los avances en la materia, considero que todavía queda mucho por lograr. En primer lugar, creo que haber optado por los códigos de adopción voluntaria fue una decisión apropiada que permitía mantener la libertad empresarial y la autonomía de la voluntad de los socios y que, a la vez, daba la oportunidad a las sociedades de tener en cuenta determinados parámetros que permitirían favorecer la reputación de la sociedad, mantener a los inversores y atraer a nuevos. No obstante, creo que se han dejado sin regular de forma imperativa determinados aspectos que son de suma importancia para la buena gobernanza de las sociedades.

- Consideró que para asegurar la independencia del consejo de administración a la hora de controlar las actuaciones de los miembros de la dirección, el cargo de presidente del consejo y del primer directivo no debe recaer nunca en un mismo sujeto. Los códigos se limitaban a exigir que en el caso de que se diese dicha situación, se explicarían las medidas tomadas para asegurar la independencia del consejo de administración. En mi opinión, creo que es necesario que se prohíba legalmente dicha concurrencia de cargos.
- Por otro lado, creo que sería también necesario regular imperativamente la participación de los accionistas. El abstencionismo accionarial, característico de las sociedades cotizadas, ha sido una de las grandes causas de la mala gobernanza empresarial. Para un buen gobierno corporativo es necesario que los accionistas, a través de la junta general, ejerzan sus derechos políticos, que consisten en intervenir en la toma de decisiones y adopción de acuerdos.

Teniendo en cuenta que la normativa de carácter obligatorio tendría como finalidad la protección de los intereses de los accionistas, me surge un interrogante :¿Tiene sentido regular imperativamente la participación de éstos en la Junta, si ellos, aun siendo conscientes de las consecuencias de no hacerlo, no desean dicha participación o se desentienden de ella.

Asimismo, habría que plantearse la posible existencia de mecanismos alternativos para lograr la presencia de accionistas implicados, como por ejemplo fomentar las acciones sin voto. La regla de una acción un voto se ve totalmente desvirtuada con la existencia de acciones sin voto a cambio de derechos económicos y aunque puede parecer contradictorio, la existencia de ésta figura permite que aquellos accionistas realmente interesados en la gestión y marcha de la sociedad puedan tomar decisiones de forma más sencilla puesto que las mayorías necesarias que se exigen para los acuerdos, se calculan sobre el capital presente que tenga derecho de voto.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

### OBRAS GENERALES Y MONOGRAFÍAS

- ALCALÁ DÍAZ, María Ángeles: “Las sociedades mercantiles. La teoría general.” en AA.VV: *Derecho de sociedades*. Atelier, Barcelona, 2014.
- ALONSO UREBA, Alonso: “El gobierno de las grandes empresas” en AAVV: *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999.
- BENAVIDES FRANCO, Julián: “Historia del gobierno corporativo” en AA.VV: *Libro blanco de gobierno corporativo*, Confecámaras, Colombia, 2003.
- BROSETA PONT, Manuel/MARTINEZ SANZ Fernando: *Manual de derecho mercantil*, Tecnos, Madrid, 2011.
- ESTEBAN VELASCO, Gaudencio: “Presentación: ¿Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas?” en AA.VV: *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999.
- ESTEBAN VELASCO, Gaudencio: “La renovación de la estructura de la administración” en AA.VV: *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999.
- FERNANDEZ DE LA GANDARA, Luis: “El debate actual sobre Gobierno corporativo” en AA.VV: *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999.
- GARCÍA-RENEDO, Carmen: “Las nuevas competencias de la junta general y la intervención de ésta en asuntos de gestión” en AA.VV: *La reforma de la ley de sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thompson Reuters Aranzadi, Navarra, 2015.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier: “Los deberes de conducta de los administradores. Deber de diligencia y deber de lealtad” en AA.VV: *La reforma de la ley de sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thompson Reuters Aranzadi, Navarra, 2015.
- GONZÁLEZ-MENESES GARCÍA-VALDECASAS, Manuel: “Los deberes del administrador en situación de conflicto de intereses en AA.VV: *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Thompson Reuters Aranzadi, Navarra, 2015

- GUERRA MARTÍN, Guillermo: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del derecho europeo*, Thompson Aranzadi, Navarra, 2003.
- IGLESIAS PRADA, Juan Luis/GARCÍA DE ENTERRIA LORENZO VELAZQUEZ, Javier: “Las sociedades de capital. Aspectos básicos” en AA.VV: *Lecciones de Derecho mercantil I*. Civitas, Madrid, 2014
- MARTINEZ-ECHEVARRIA Y GARCÍA DE DUEÑAS, Alfonso: “La defensa del interés social y la titularidad del patrimonio social” en AA.VV: *Gobierno corporativo: La estructura del Órgano del Gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Thompson Reuters Aranzadi, Navarra, 2015.
- MILÁNS DEL BOSH PORTOLES, Iván: “La configuración del órgano de administración: el sistema monista y el sistema dual. Especial referencia al régimen de la sociedad anónima europea” en AA.VV: *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Thompson Reuters Aranzadi, Navarra, 2015.
- PAZ-ARES RODRIGUEZ, José Cándido: “Lección 16. Las sociedades mercantiles” en AA.VV: *Lecciones de Derecho mercantil I*. Civitas, Madrid, 2014.
- REISBERG, Arad: “The distinctive evolution of the UK corporate governance system: The paradox of evolving while resisting change” en AA.VV: *Gobierno Corporativo: La estructura del Órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Thompson Reuters Aranzadi, Navarra, 2015.
- RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: “Las distintas clases de consejeros. La duración del cargo de administrador” en AA.VV: *Gobierno Corporativo: La estructura del Órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Thompson Reuters Aranzadi, Navarra, 2015.
- SIEGES, Tina: “La división interna del consejo de administración en comisiones y la exigencia de responsabilidad a los directores. La evaluación anual del funcionamiento del consejo de administración y el de sus comisiones” en AA.VV: *Gobierno Corporativo: La estructura del Órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Thompson Reuters Aranzadi, Navarra, 2015.
- TABRA OCHOA, Edison Paul: *Solidaridad y gobierno corporativo de la empresa. Una mirada a los organismos internacionales*, Bosch empresa, España, 2015.

## ARTÍCULOS DE REVISTAS

-BERNET PAEZ, Manuel Antonio: “El gobierno de las sociedades abiertas” en Revista de Derecho, Vol. XVI, 2004, Disponible en:

<http://mingaonline.uach.cl/pdf/revider/v16/art02.pdf>

-CHIVITE FERNÁNDEZ, Santiago/RODRIGUEZ MONROY, Carlos: “Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código Unificado o Código Conthe” en XII Congreso de Ingeniería de organización, 2008. Disponible en:

[http://oa.upm.es/10264/2/INVE\\_MEM\\_2009\\_68872.pdf](http://oa.upm.es/10264/2/INVE_MEM_2009_68872.pdf)

-DE ANDRES ALONSO, Pablo/SANTAMARÍA MARISCAL, Marcos: “Un paseo por el concepto de Gobierno corporativo” en Revista de responsabilidad social de la empresa, Vol 2, N°2, 2012.

-EISENBERG MELVIN, Aron: “An overview of the Principles o corporate governance” en The Business lawyer 1271, Vol.48, 1993. Disponible en:

<http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3024&context=facpubs>

-FERRUZ AGUDO, Luis, MARCO SANJUÁN, Isabel, ACERO FRAILES, Isabel: “Evolución temporal de los códigos de Buen Gobierno en España” en Boletín económico de ICE, N° 2948, 2008. Disponible en:

[http://www.revistasice.com/cachepdf/BICE\\_2948\\_19-28\\_\\_16E8BFF889D6ED2DA89A1C7C8DBA7545.pdf](http://www.revistasice.com/cachepdf/BICE_2948_19-28__16E8BFF889D6ED2DA89A1C7C8DBA7545.pdf)

-G. MARKS, Stephen: “The separation of ownership and control” en Encyclopedia of law and economics, 1999. Disponible en: <http://encyclo.findlaw.com/5630book.pdf>

-PAZ-ARES RODRIGUEZ, José Cándido: *La infracapitalización. Una aproximación contractual* en revista de Derecho de sociedades, 1994.

## INFORMES

-CIRCULO DE EMPRESARIOS: *Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de administración*, Madrid, 1996.

-CÍRCULO DE EMPRESARIOS: *Los consejos de administración españoles en una economía globalizada*, Madrid, 1997.

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

-COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS: *Informe Aldama*, Madrid, 2003.

-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES: *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (Código Conthe)*, Madrid, 2006

-COMITÉ SOBRE LOS ASPECTOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CORPORATIVO: *Informe Cadbury*, UK, 1992. Disponible en <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

-COMITÉ SOBRE EL GOBIERNO CORPORATIVO: Informe Hampel, UK, 1998. Disponible traducido en: [http://www.icjce.es/images/pdfs/TECNICA/B1%20-%20Comisi%C3%83%C2%B3n%20Europea/B.1.21%20-%20CE%20-%20DSyGC%20-%20Moderniz%20legis/Informe%20Hampel%20\(trad%20ICAC\)%20-%20enero%201998.PDF](http://www.icjce.es/images/pdfs/TECNICA/B1%20-%20Comisi%C3%83%C2%B3n%20Europea/B.1.21%20-%20CE%20-%20DSyGC%20-%20Moderniz%20legis/Informe%20Hampel%20(trad%20ICAC)%20-%20enero%201998.PDF)

- FINANCIAL REPORTING COUNCIL: *The uk stewardship code*, UK, 2012. Disponible en: <HTTPS://WWW.FRC.ORG.UK/GETATTACHMENT/E2DB042E-120B-4E4E-BDC7-D540923533A6/UK-STEWARDSHIP-CODE-SEPTEMBER-2012.ASPX>

-GRUPO DE ESTUDIO SOBRE LA REMUNERACIÓN DE LOS DIRECTIVOS: Informe Greenbury, UK, 1995. Disponible en: <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf>

-HIGGS, Derek: *Review of the role and efectiviness of non-executive directors*, Londres, 2003. (Informe Higgs). Disponible en: <http://www.ecgi.org/codes/documents/higgs.pdf>

## **LEGISLACIÓN**

- Ley de 17 de julio de 1951, sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas.

- Ley de 17 de julio de 1953, sobre régimen jurídico de las sociedades de responsabilidad limitada. BOE-A-1953-9815

- Ley 19/1989 de 25 de julio de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad económica europea en materia de sociedades. BOE núm. 178, de 27 de julio de 1989
- Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. BOE núm. 310 de 27 de diciembre de 1989. (Derogada)
- Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada. BOE núm. 71, de 24 de marzo de 1995. (Derogada)
- Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. BOE núm. 171 de 18 de Julio de 2003.
- Ley 3/2009, de 3 de abril de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles BOE núm. 82, de 04 de abril de 2009.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades de capital. BOE núm. 161 de 03 de Julio de 2010.
- Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo. BOE núm. 293, de 4 de diciembre de 2014.

**ANEXO 1.**

	<p>Real decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de capital.</p>	<p>La ley 1/2010 tras las modificaciones de 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.</p>
<p><b><u>ARTÍCULO 225: DEBER DE DILIGENCIA.</u></b></p>	<p>1. “Los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de <b>un ordenado empresario</b>”</p> <p>2. “Cada uno de los administradores deberá <b>informarse diligentemente de la marcha de la sociedad</b>”</p>	<p>1.“Los administradores <b>deberán desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por la leyes y los estatutos</b> con la diligencia de un ordenado empresario, <b>teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos</b>”</p> <p>2. “Los administradores deberán tener la <b>dedicación adecuada y que adopten medidas precisas para la buena dirección y control</b> de la sociedad.”</p> <p>3. “En el desempeño de sus funciones, el administrador tiene el <b>deber de exigir y el derecho de recabar</b> de la sociedad la información adecuada y necesaria que le sirva para poder cumplir con sus obligaciones.”</p>

<p><b>ARTÍCULO 227: DEBER DE LEALTAD.</b></p>	<p>El deber de lealtad venía recogido en el <b>art 226</b> (Actualmente recoge la protección de la discrecionalidad empresarial):</p> <p>Recogía que los administradores desempeñaran su cargo como un <b>representante leal en defensa del interés social</b>, entendiendo como éste el interés de la sociedad, y cumplirán los <b>deberes impuestos por las leyes y los estatutos</b>.</p>	<p>1. “Los administradores deberán desempeñar el cargo con la <b>lealtad de un fiel representante</b>, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad.”</p> <p>2. <b>“La infracción del deber de lealtad</b> determinará no solo la obligación de indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también a devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador.”</p>
<p><b>ARTÍCULO 228: OBLIGACIONES BÁSICAS DERIVADAS DEL DEBER DE LEALTAD</b></p>	<p>Se denominaba: <b>“Prohibición de utilizar el nombre de la sociedad y de invocar la condición de administrador”</b></p> <p>Dicho artículo, tras la publicación de la Ley 31/2014, se introdujo de forma parecida pasando a ser el apartado B del art 229 (Artículo que hace referencia al deber de evitar situaciones de conflicto de interés).</p>	<p>El artículo 228 recoge una serie de <b>obligaciones que derivan del deber de lealtad</b> del art 227 dirigidas a los administradores, entre ellas por ejemplo:</p> <p>L-a letra A del artículo 228 recoge la obligación de <b>no ejercitar sus facultades con fines distintos</b> de aquéllos para los que le han sido concedidas.</p> <p>-La letra C recoge la obligación de <b>abstenerse de participar en la deliberación y votación</b> de acuerdos o decisiones en las que él o una persona vinculada tenga un <b>conflicto de intereses, directo o indirecto</b>.</p> <p>-La letra E obliga a los administradores a adoptar las medidas necesarias para <b>evitar incurrir en situaciones en las que sus intereses, sean por cuenta propia o ajena, puedan entrar en conflicto con el interés social</b> y con sus deberes para con la sociedad. (El artículo 229 recoge las obligaciones derivadas de este apartado)</p>

<p><b><i>ARTÍCULO 230: REGIMEN DE IMPERATIVIDAD Y DISPENSA</i></b></p>	<p>El artículo 230 se denominaba “Prohibición de competencia” y <b>no hacía ninguna referencia al régimen relativo al deber de lealtad y a la responsabilidad en caso de infracción.</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>“El régimen relativo al deber de lealtad y a la responsabilidad</b> por su infracción es <b>imperativo</b>. No serán válidas las disposiciones estatutarias que lo limiten o sean contrarias al mismo”</li> <li>2. El apartado dos del artículo recoge ciertos supuestos de dispensa de las prohibiciones recogidas en el artículo 229.</li> <li>3. El apartado tres, hace referencia la obligación de no competir con la sociedad, la cual, sólo podrá ser objeto de dispensa cuando no quepa daño a la sociedad o si dicho daño pudiera compensarse con los beneficios que se esperan obtener con la dispensa.</li> </ol> <p>La obligación de no hacer competencia se encontraba recogido en el art 230 antes de la Ley 31/2014.</p>
<p><b><i>ARTÍCULO 232: ACCIONES DERIVADAS DE LA INFRACCIÓN DEL DEBER DE LEALTAD</i></b></p>	<p>El art 232 recogía <b>el deber de secreto</b>. Este deber se encuentra incorporado actualmente en el art 228, su apartado B hace referencia al deber de guardar secreto sobre las informaciones, datos... de los que sean conocedores por el desempeño del cargo, incluso cuando haya cesado de tal cargo, a excepción de cuando la ley lo permita o lo requiera.</p>	<p>La Ley 31/2014 incorpora la mención en este artículo a las acciones que derivan de la infracción del deber de lealtad y de las obligaciones que derivan de éste y dice lo siguiente:</p> <p><b>“El ejercicio de la acción de responsabilidad</b> prevista en los artículos 236 y siguientes no obsta al ejercicio de <b>las acciones de impugnación, cesación, remoción de efectos y en su caso anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación de su deber de lealtad.</b>”</p>