

**CREACIÓN DE VALOR, INTERÉS SOCIAL Y RESPONSABILIDAD SOCIAL  
CORPORATIVA**

Juan Sánchez-Calero Guilarte\*

Publicado en:

*Derecho de sociedades anónimas cotizadas*  
(Coords. Rodríguez Artigas y otros)  
Cizur Menor 2006  
T. II, pp. 851-913

ISBN 84-9767-424-3

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

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

**CREACIÓN DE VALOR, INTERÉS SOCIAL Y RESPONSABILIDAD SOCIAL  
CORPORATIVA\***

**Juan Sánchez-Calero Guilarte  
Catedrático de Derecho mercantil**

SUMARIO:

I.-	INTRODUCCIÓN: LA ACTUALIDAD DE UN PROBLEMA CLÁSICO .....	4
II.-	LA RELACIÓN ENTRE LA CREACIÓN DE VALOR Y LA RESPONSABILIDAD SOCIAL.....	8
III.-	INTERÉS SOCIAL Y ASIGNACIÓN DE RECURSOS.....	11
IV.-	LA CONFUSIÓN DEL LENGUAJE Y LA FUNCIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES.....	14
	A) Deberes legales y comportamiento ético.....	15
	B) La "función de las empresas" y los límites del Derecho de sociedades.....	19
	C) La insuficiencia de los ordenamientos nacionales.....	22
V.-	LA "GLOBALIZACIÓN" ECONÓMICA COMO UN PROBLEMA PARA EL DERECHO DE SOCIEDADES.....	23
	A) Globalización y movilidad empresarial.....	23
	B) La compleja disciplina de las sociedades globales.....	25
	C) El intento de vincular a las empresas con los varios intereses afectados por su actividad.....	26
	D) Interés social <i>v.</i> interés general.....	27
VI.-	LA CREACIÓN DE VALOR EN EL DERECHO DE SOCIEDADES.....	28
	A) Preliminar: la recepción de la <i>shareholder value</i> .....	28
	B) La construcción financiera de la creación de valor.....	32
	C) <i>Corporate governance</i> y creación de valor .....	38
	1. El Informe Olivencia.....	38
	2. El Informe Aldama .....	45
	D) La negociación bursátil como criterio determinante de la administración de la sociedad.....	46
	E) La adopción de un modelo foráneo.....	56
	F) A favor y en contra de la <i>shareholder value</i> .....	61

---

\* Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación SEJ2004-03259 sobre "Las grandes empresas entre el Derecho de sociedades y el mercado de valores II", que ha sido financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia.

G)	Críticas y riesgos de la solución financiera.....	64
1.	El “fracaso” de la solución financiera .....	64
2.	Valor de la acción e incremento patrimonial .....	69
3.	El crecimiento del valor a través de operaciones extraordinarias.....	71
4.	La creación de valor que favorece sólo a los administradores.....	74
5.	OPAS y creación de valor .....	76
VII.-	LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA.....	79
A)	La internacionalización de la responsabilidad social.....	83
1.	El Pacto Mundial de las Naciones Unidas.....	84
2.	La Unión Europea.....	86
3.	OCDE y otras organizaciones internacionales.....	88
4.	La anunciada recepción normativa de la responsabilidad social.....	90
5.	Recapitulación.....	92
B)	La confusión en torno al medio ambiente .....	93
C)	La información societaria.....	94
D)	Las ventajas competitivas y reputacionales de la responsabilidad social.....	95
E)	¿La responsabilidad social afecta al concepto del interés social?.....	96
F)	Exigencia y responsabilidad por el “cumplimiento” de la responsabilidad social.....	100
	BIBLIOGRAFÍA .....	103
	DOCUMENTOS .....	107

## **I.- INTRODUCCIÓN: LA ACTUALIDAD DE UN PROBLEMA CLÁSICO**

El título de esta contribución revela su objeto: abordar de manera conjunta el significado que en el moderno Derecho de sociedades tienen dos términos que se han generalizado en los últimos años en la información y en la bibliografía científica referidas a las sociedades cotizadas. La creación de valor y la responsabilidad social son nociones nacidas desde la práctica corporativa y la experiencia en los distintos mercados internacionales, incorporadas entre nosotros principalmente como consecuencia de la actividad de las grandes sociedades cotizadas, que resultan lógicamente permeables a las tendencias registradas en aquellos mercados a los que acuden en busca de financiación. Esas mismas grandes corporaciones juegan una función pionera en la introducción de esas nociones entre las restantes sociedades cotizadas y los demás partícipes en los mercados financieros.

Como ya tuve ocasión de exponer en un anterior trabajo que se ocupaba de una forma limitada de esos mismos temas (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, 2002, 1653), ambos términos llevan a la revisión de un concepto siempre polémico en el ordenamiento societario. Carácter polémico que se debe a su conexión con la significación empresarial de la (gran) sociedad anónima (v., especialmente, la recapitulación que con respecto a las teorías generadas en la primera parte del siglo XX -vigentes en buena medida- recoge ESTEBAN VELASCO, 1982, 122 y ss.), y a la constante confrontación entre las teorías institucionalista y contractualista de la sociedad por acciones (GALGANO, 2004, 48 y ss.). Se trata de lo que debe entenderse como el interés social, esto es, el objetivo al que el ordenamiento jurídico atribuye la capacidad de

deslindar los comportamientos y decisiones correctos frente a los que no lo son.

En la legislación de sociedades anónimas, la referencia al interés social es múltiple. Se trata en ocasiones de determinar la corrección de acuerdos sociales, precisamente porque puedan resultar lesivos para con ese interés (art. 115 LSA) o por considerarlos incompatibles precisamente con el mismo (art. 265.1 LSA). Pero esas expresiones normativas apuntan a una vigencia esporádica o excepcional del interés social. En ambos casos ha de ser apreciado ante un determinado acuerdo de la Junta o ante la eventualidad de la disolución de la sociedad. El interés social aparece como un elemento de constante influencia sobre la vida de la sociedad cuando se le vincula con la correcta gestión de la sociedad por parte de los administradores. Desde esa perspectiva, el interés social se configura no sólo como el baremo de la correcta administración –entendiendo ésta, cuando menos, como el cumplimiento de sus deberes legales por los administradores, pero también, y como presupuesto de ello, el criterio determinante del entendimiento de la función de las empresas.

La literatura jurídica está plagada de contribuciones a ese respecto, pero se viene advirtiendo en los últimos años la necesidad de adaptar la definición de lo que es el interés social a una realidad económica difícilmente imaginable hace algunos decenios. Es un proceso recurrente: llega un momento en el que el Derecho de sociedades debe ser objeto de una revisión a la vista de la evolución de la realidad social que lo ha superado.

No faltan intentos recientes e interesantes por abordar desde una perspectiva jurídica esa realidad (ESTEBAN VELASCO, 2005, 15 y ss. y EMBID, 2004, 11 y ss.), constituida por la actividad de las sociedades cotizadas, con lo

que podrá cuestionarse la novedad del problema. Pero éste existe no tanto por la irrupción de cuestiones o dificultades hasta ahora desconocidas en el funcionamiento de esa categoría de sociedades, como por la dimensión que determinadas sociedades cotizadas han alcanzado, de tal forma que nos encontramos con que muchas de sus actuaciones comportan problemas que exceden el ámbito de lo jurídico y derivan hacia planteamientos sumamente imprecisos, en donde la discusión sobre la idoneidad de las normas cede cada vez más terreno a ideas y criterios de inspiración económica, filosófica o, sencillamente, política.

Esas tendencias se relacionan parcialmente en un buen número de casos con un debate ya asentado, como es el movimiento del *corporate governance*. Como a lo largo de estas páginas se acreditará, la creación de valor sobre todo y, la responsabilidad social, en menor medida, tienen una relación directa con todos los trabajos y reformas que ha provocado la búsqueda de un mejor sistema de gobierno corporativo. En buena parte, porque ese conocimiento enlaza con la esencia de los conceptos analizados: establecer principios y reglas de conducta con respecto a la gestión corporativa (SCHMIDT, 2002, 767.). Las memorias que anualmente se presentan por las principales sociedades -algunas de ellas con esa sola finalidad de explicar "su" responsabilidad corporativa (v. *infra* VII, C)- y los diversos informes, "códigos" y documentos redactados en estos últimos años en materia de *corporate governance*, ponen de manifiesto esa conexión.

Con carácter general, analizar esos términos requiere advertir acerca de dos circunstancias que, con mayor o menor nitidez, creo que se atisban en este debate. Una primera es la tendencia a favor de definir con un alcance general los criterios conforme a los que ha de gestionarse una sociedad. La

sucesión de criterios, en ocasiones antagónicos, refleja esa pretensión por imponer un determinado modelo como el correcto. Pretensión que, desde un punto de vista jurídico, carece manifiestamente de todo fundamento. Los administradores son competentes a la hora de orientar la gestión en uno u otro sentido. Ése es su poder y es indelegable. Tendrá que adaptarse a la propia actividad de la sociedad, sus recursos y las demás circunstancias relevantes (la competencia, la legitimación etc.), pero es un ámbito de iniciativa propio de los administradores, dentro del que éstos disfrutaban de una completa libertad (cuyos únicos límites los marcan las leyes aplicables y los estatutos) y cuya ejecución será valorada por los accionistas y terceros, contrastando la gestión desarrollada con la desplegada en otras sociedades o en el pasado dentro de esa misma sociedad.

El legislador español nunca ha impuesto un criterio determinante que vincule al órgano de administración. Ha formulado reglas básicas y conocidas. La defensa del interés social y la actuación diligente y leal de los administradores (arts. 115.1, 127.1 y 127 bis LSA), son plenamente conciliables con una libertad amplísima de los administradores al orientar la gestión corporativa. Por eso no deja de ser paradójico que quienes invocan la primacía del mercado, la autorregulación, las normas blandas, los códigos de conducta, etc., no cejan en la determinación unívoca de criterios conforme a los que deben gestionarse las grandes corporaciones. Es la paradoja de invocar la libertad para justificar la uniformidad de gestión y actuación de las grandes corporaciones. En todo caso, se advierte en esa pretensión hacia la generalidad de determinados “modelos” empresariales y de gestión el origen de la imprecisión de muchos de los términos que los sustentan. Imprecisión que se ve acrecentada por la diversidad de situaciones y regímenes legales en

los que se quieren abrir paso aquellos modelos. Pero en este debate creo que los juristas incurrimos en una cierta precipitación, puesto que la bienintencionada pretensión de acoger o traducir en el plano regulador (en un sentido amplio) conceptos acuñados en el lenguaje empresarial o en otras disciplinas, descuida dos consideraciones importantes. La primera, la de la compatibilidad o admisibilidad de ciertas nociones con principios legales ya asentados, incluso en el orden constitucional. La segunda, apunta a la dificultad que para esa tendencia uniforme pueden plantear las diferencias entre los ordenamientos estatales.

La otra circunstancia a destacar es la confusión que al mundo jurídico alcanza ante la pretensión de adoptar las normas y su interpretación a cuestiones, términos y conceptos nacidos en el ámbito de la economía y gestión empresariales. En buena parte, lo que se viene produciendo es la incorporación a reglas de diversa naturaleza de aquellos criterios que se consideran adecuados a una correcta gestión (RILEY, 2002, 179 y ss.).

## **II.- LA RELACIÓN ENTRE LA CREACIÓN DE VALOR Y LA RESPONSABILIDAD SOCIAL**

Los dos términos que encabezan este trabajo están estrechamente relacionados, aunque sea por un relativo antagonismo, una vez que la responsabilidad social se ha esgrimido con especial intensidad como reacción frente a la hegemonía que la tesis a favor de la creación de valor disfrutó en la década de los 90. Frente a la orientación marcadamente financiera que defendía que la calificación de la gestión empresarial debía orientarse exclusivamente al baremo de la cotización de las acciones en los mercados en

donde se negociaban, surgió, como un intento de combatir sus excesos, la demanda de una actividad que tuviera en consideración otros intereses distintos de los que resultaban favorecidos por la mera evolución del valor de la acción. Debate que se suele sintetizar contraponiendo *shareholders* y *stakeholders* (BONIN 2003, 23 y ss., dentro de una amplísima investigación). Orientaciones contrapuestas que se han manifestado en el seno de la administración de una misma sociedad. Así los medios económicos informaban, en fecha reciente, que los administradores de una misma sociedad (una de las grandes corporaciones españolas) "enterraban" el criterio de la creación de valor, ardientemente defendido por sus antecesores. La pregunta que debe hacerse ante ese anuncio es ¿cuál es la razón de ese cambio? ¿Un cambio de personas? ¿La reclamación de los accionistas a favor o en contra de esas opciones? ¿Acaso es posible en nuestro ordenamiento económico que una misma empresa protagonice un cambio de esa naturaleza?

Uno y otro -creación de valor y responsabilidad social- son conceptos de relativa novedad. Incluso en el plano estrictamente jurídico, una somera revisión de algunas de las obras básicas del Derecho de sociedades aplicable en los mercados más desarrollados nos sirve para advertir que la creación de valor y la responsabilidad social se vienen debatiendo desde hace algunos decenios (CLARK, 1986, 675 y ss.). De ese debate, más trascendencia que su antigüedad tiene su relación con cuestiones esenciales, que se enuncian como "*the proper role or purpose of corporations in society*" (CLARK, 1986, 676), o utilizando la siempre tan sugerente como debatida noción del interés social. La creación de valor y la responsabilidad social son, por el momento, conceptos atípicos, pero cuyo contenido jurídico proviene, precisamente, de

que enlazan con los fundamentos de la regulación societaria y, al hacerlo, exigen que nos planteemos los presupuestos esenciales de esa regulación. Si al hilo de ambos nos preguntamos cuál es la orientación correcta que debe adoptar la gestión de una sociedad, es notorio que, desde el punto de vista del Derecho de sociedades, estamos orientando nuestro análisis hacia la determinación del interés social (en igual sentido, EMBID, 2004, 24 y ss. y ESTEBAN VELASCO, 2005, 15 y ss.).

Crear valor y reclamar una responsabilidad social de las sociedades mercantiles no aparecen, de acuerdo con cuanto se ha dicho, como cuestiones radicalmente novedosas. Parafraseando al maestro GARRIGUES, ni son nuevos los hechos, ni probablemente tampoco lo son las soluciones legislativas hasta ahora desarrolladas. Confiamos en que las páginas que siguen sirvan para acreditar la falta de novedad del problema. El título de este trabajo tiene el interés social como núcleo, mientras que la creación de valor y la responsabilidad social corporativa son orientaciones contrapuestas en torno a cómo definir ese interés. En esa contraposición late la disparidad que durante decenios ha ocupado a doctrina y jurisprudencia con respecto a la sociedad anónima, entre los defensores de las teorías institucionalista y contractualista, respectivamente, o entre quienes defienden las que se presenten como interpretaciones monista o pluralista del interés social (ESTEBAN VELASCO, 2005, 25-31).

El problema creemos que radica, ante todo, en la dimensión de las grandes sociedades que detentan un poder económico de tal naturaleza que obligan a analizar su actividad como fuente de conflictos que exceden propiamente los estrictamente económico-financieros y se adentran en el ámbito de lo social. Una decisión de los administradores que implica la

inversión de cantidades equivalentes al presupuesto de determinados Estados o que apunta a modificar las relaciones de trabajo o las condiciones de vida de decenas de miles de sus empleados es, obviamente, algo más que un acuerdo competitivo, cuyos efectos tienen un alcance extrasocietario. La cuestión que esa evidencia suscita es doble: quién es el titular de ese poder de decisión y qué intereses deben ponderarse en su adopción.

Mientras que la creación de valor viene a postular que sean sólo los dueños del capital los beneficiarios directos de la actividad de la sociedad, la responsabilidad social corporativa se basa en la atención a otros grupos, cada vez más numerosos y alejados de la propia actividad empresarial. No se trata sólo de atender a los demás sujetos que están conectados con la actividad empresarial (los clientes, los trabajadores, los proveedores), sino incluso a quienes son titulares de intereses mucho más alejados de esa actividad. Por eso la responsabilidad social supera la referencia al interés social y se justifica por su atención a los “*grupos de intereses*”.

### **III.- INTERÉS SOCIAL Y ASIGNACIÓN DE RECURSOS**

El interés social apunta siempre, sea cual sea la opción que se quiera acoger en su entendimiento, a un problema básico de asignación de recursos. Se trata de establecer un criterio que determine cómo debe administrarse el patrimonio de la sociedad y los resultados generados con su actividad. Orientar el interés social en una u otra dirección es apuntar como beneficiarios de esos elementos patrimoniales a unos u otros sujetos. El primer criterio que incide sobre esta cuestión es el del legislador que por vías diversas se encarga de establecer con carácter imperativo determinadas

aplicaciones, por ejemplo, al imponer un impuesto sobre los resultados de la sociedad o al imponer la realización de determinadas inversiones como garantía de la adecuada atención a intereses generales vinculados con esa actividad.

Fuera de esa solución legislativa, si el legislador no dice cuál es el interés social, nos encontramos con que corresponderá a los administradores tomar la fundamental decisión de aplicar el patrimonio social en la forma que crean más ajustada al interés social, que se convierte así en el criterio no sólo orientador, sino también evaluador de una diligente y leal administración (cfr. arts. 127 y 127 bis LSA). A los accionistas compete revisar y, en su caso, aprobar el criterio de los gestores. La atribución a la Junta general de la facultad de aprobar las cuentas y en relación con éstas, la aplicación del resultado del ejercicio, favorece la atención hacia los intereses de los accionistas en ese momento. Pero la actuación de cualquiera de ellos no puede ignorar una realidad indiscutible: favorecer unos intereses, implica siempre postergar otros. Para los accionistas, cualquier aplicación de resultados que beneficie a sujetos ajenos al capital supone una merma de su renta, actual o futura.

En sentido opuesto, la atención a los intereses de los accionistas mediante la distribución de resultados o del patrimonio social supone desatender otros intereses vinculados con la actividad social. Es notorio que con gran frecuencia la contraposición de intereses es relativa, puesto que la inversión actual en favor de terceros puede, a medio o largo plazo, asegurar una rentabilidad mayor de la que serán los accionistas los únicos beneficiarios. Como también lo es que con idéntica asiduidad los intereses de los accionistas coincidirán con los de sujetos ajenos a la sociedad. Relatividad

que se incrementa además por las cifras que implican la asignación de recursos a una y otra actividad. Algunas grandes corporaciones afirman la puesta en práctica de programas de responsabilidad o acción social que suponen la utilización de sumas que representan entre el 2 y el 3 por 100 del beneficio. Obviamente, la responsabilidad social habrá dado lugar a un esfuerzo significativo si ese porcentaje se refiere a los resultados de algunas de las grandes multinacionales españolas, aun cuando su cuantía resulte manifiestamente alejada de los recursos utilizados en el pago de dividendos o en fórmulas alternativas de retribución al accionista (básicamente, recompras de acciones). La cuestión dista mucho de ser jurídica y, en medida considerable, parece elemental. La continuidad y la prosperidad de la empresa depende de una múltiple satisfacción. La de los clientes y proveedores, la de los accionistas y acreedores o, en fin, la de cualquier otro grupo de interés vinculado con la marcha de la sociedad, resulta simplificada allí donde se alcanza una rentabilidad continuada. Pero es que, el interés social no es un concepto económico, sino jurídico, puesto que apunta a los sujetos legitimados para orientar la marcha de la sociedad.

Resolver esa cuestión en uno u otro sentido incorpora como presupuesto una opción sobre la legitimación de cada uno de los titulares de los distintos intereses en consideración. Legitimación para controlar a los administradores y para reclamar la preferente atención de sus intereses patrimoniales. Así, a favor de adoptar la solución más útil, por ejemplo, para los trabajadores, tendrá una especial justificación allí donde el ordenamiento haya reconocido la legitimación de sus representantes para participar en los órganos de gestión (WINDBICHLER, 2004, 190). Resulta difícil de entender que el interés de los trabajadores es completamente ajeno al interés social allí

donde se establece una implicación de los mismos en la gestión corporativa. La reciente regulación comunitaria de la sociedad anónima europea a este respecto, constituye un muy interesante punto de partida para el debate (VASQUEZ, 2004, 916-930).

La función orientadora del interés social reclama una imprescindible definición. Es probable que la falta de definición legal pueda ser contemplada como una medida de prudencia tendente a no establecer de manera taxativa una guía generalizada e inmodificable a la que deban ajustarse todos los gestores de las sociedades por igual. Pero el vacío legal tiene también el riesgo de abonar una situación de inseguridad sobre los elementos que integran el interés social. Riesgo que se advierte sobre todo en aquellas posiciones que parecen pretender de los gestores corporativos la capacidad de cuadrar el círculo: que alcancen una simultánea satisfacción de todos y que a todos les deparen un trato paritario. Es evidente que la mayoría de los intereses de cada uno de los grupos son contrapuestos, y que favorecer unos pasa con frecuencia por postergar o desconocer otros. Esa elección no puede legitimar en cada caso una reacción legítima contra los administradores basada en que éstos actúan contra el interés social. Este no es un concepto sempiternamente abierto, sino que debe contar con una aceptable delimitación, como presupuesto para hacer posible una correcta actuación de los gestores que sabrán así cuál es la medida principal de su diligencia y lealtad (o fidelidad).

#### **IV.- LA CONFUSIÓN DEL LENGUAJE Y LA FUNCIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES**

En todo caso, es preciso señalar que el estudio de los conceptos

acogidos en el título está plagado de confusión. Ésta comienza por la falta de significado jurídico preciso de ambos términos, que es un síntoma de un problema que nos parece de mayor calado: la vaguedad que se advierte en muchas opiniones sobre la función que el Derecho debe de jugar en la concreción del objetivo de creación de valor y de la responsabilidad social y, en particular, si compete al Derecho de sociedades precisar esa eventual función y de ser así, cómo ha de abordarse ese objetivo.

#### **A) Deberes legales y comportamiento ético**

Una primera dificultad nace de que nos encontramos con gran frecuencia con que irrumpen en la fijación de los deberes societarios consideraciones metajurídicas, dictadas desde la Ética o la Moral. La apelación a la Ética en la gestión de las empresas merece un tratamiento aparte, sobre todo por el interés de algunos estudiosos de la gestión por convertir aquella en la referencia determinante de una adecuada administración societaria (LOZANO AGUILAR, 2004, 214). Hablar de Ética proyectándola al buen gobierno corporativo es una fuente de absoluta incertidumbre. Primero, por su polisemia y, luego, por la relatividad del significado que elijamos. Además, y quizás sea ésta más trascendente, con ello se incrementa la confusión, al pretender establecer soluciones generales a partir de criterios que se proyectan sobre la conducta individual. La ética empresarial y el ordenamiento societario no son coincidentes aunque alguna iniciativa difumine sus límites (caso de la norma alemana proyectada sobre, entre otros objetos, la "*Unternehmensintegrität*"; v. AG 4, 2005, R. 63 y ss). La primera debe servir para diferenciar a los competidores. El segundo impone

un marco común de actuación.

Un comportamiento empresarial ético nos puede referir tanto la existencia de reglas morales y obligaciones de las empresas (la denominada *Ética profesional* o de los negocios), de sus propietarios o de sus gestores, como una conducta correcta desde un punto de vista deontológico. Cuando algunos hablan de *Ética empresarial*, a veces se limitan a destacar el cumplimiento de los deberes que el ordenamiento impone, en general, a las empresas y a sus integrantes. De esta forma, se vulgariza la invocación a la *Ética*, que se aleja de la moral y de la evaluación de la bondad de la actividad empresarial y se reduce a ser expresión de un comportamiento regular ajustado a las normas aplicables. Vulneración que confunde dos conceptos: legalidad y moralidad. El primero atiende a la relación entre una acción y la ley; el segundo, a hacer coincidir el móvil de una conducta empresarial con la motivación que llevó al legislador a imponer determinados deberes (v. la referencia que al respecto ya recogía KANT, 1989, 24 y, posteriormente, WEBER, 1993, 263).

Esa reflexión nos indica las deficiencias en la evaluación de las conductas económicas, cuando el simple respeto de las reglas se convierte en un elemento de positiva distinción. Sin embargo, si ético es sinónimo de comportamiento recto y expresivo del respeto de las normas que se proyectan sobre la empresa, al menos el elemento normativo aporta un valor de certidumbre.

Si lo ético se asimila sencillamente a lo honorable, se está apuntando a una evaluación que supera los límites normativos y exige un plus de los integrantes de una empresa. Existe una merma de la certidumbre al hacer que entre en juego la relatividad de los criterios que utiliza cada uno de los

distintos actores, en especial, los administradores societarios que son quienes tienen un continuado protagonismo como gestores y quienes ostentan la representación social (arts. 128 y 129 LSA). Relatividad que nos permite constatar cómo un administrador presenta de forma inmediata su dimisión porque no se han alcanzado los resultados previstos, por circunstancias que afectan a su vida personal o por la implicación de alguno de sus subordinados en actuaciones irregulares, al tiempo que otros rechazan hacer lo propio cuando determinados anuncios o compromisos adquiridos ante los accionistas no se cumplen, cuando la sociedad se ve comprometida en situaciones perjudiciales para su reputación o cuando, en fin, al propio administrador se le imputa de manera personal una actuación irregular. Unos no están dispuestos siquiera a la sospecha de una irregularidad; otros valoran especialmente permanecer en el puesto, convencidos de que el reproche que se les hace carece de veracidad, de suficiencia o, en fin, no toma en cuenta determinadas circunstancias que debieran eximirles de toda crítica.

Para determinados administradores, lo ético es asumir personalmente cualquier incidencia negativa no ya para el patrimonio social, sino para la mera reputación de la empresa. De acuerdo con ese planteamiento, resulta irrelevante la ausencia de toda implicación o participación personal del dimisionario. Por el contrario, otros directivos permanecen en sus puestos a pesar de verse obligados a sortear un auténtico *slalom* procesal (administrativo o jurisdiccional, civil o penal) a partir de actuaciones desarrolladas desde esa misma posición directiva. Para los primeros, el comportamiento ético obliga a reputar como norma moral la que persigue impedir cualquier perjuicio a la sociedad que gestionan y atraer hacia su persona la responsabilidad, aun cuando ésta obedezca a actos ajenos, sean

estos antijurídicos, ilícitos o, simplemente, inmorales. Esa posición se inspira en la convicción de que quienes son titulares del máximo poder de gestión y representación societarios, también serán los máximos responsables de todo lo que se haga en nombre de la sociedad, con o sin su participación o su conocimiento. Los segundos, consideran que sólo un pronunciamiento de condena (del que a veces incluso reclaman firmeza procesal) puede justificar que abandonen su puesto y que, entre tanto, los daños que sufra la reputación de la empresa serán siempre debidos a quien informa, denuncia o acusa, más no a la conducta por ellos desplegada.

No seríamos justos si no recordamos que esa dualidad de comportamientos no es propia del mundo económico, sino que se advierte en muchos otros órdenes de la vida social: el político, el institucional, etc. La diferencia radica, sin embargo, en que en estos últimos ámbitos la influencia de las normas morales es mucho mayor ante la falta de reglas jurídicas que impongan deberes concretos –de contenido más o menos preciso– como hace el Derecho de sociedades en relación con los administradores. En éste, la diligencia, lealtad o fidelidad son deberes legales; su contenido ha sido perfilado con mayor o menor detalle por normas imperativas (art. 127, 127 bis y 127 ter LSA; al respecto, tomando en consideración, los cambios recientes, v., SÁNCHEZ CALERO, 2005, 176 y ss.), contempladas por su aplicación jurisprudencial.

Por eso debemos denunciar el riesgo que un inadecuado uso del lenguaje tiene cuando contribuye a confundir los límites de lo moralmente correcto y de lo lícito, siendo ambas características distintas. Confusión que también abona la técnica de ordenación de la actuación de los administradores, que acudiendo a técnicas con frecuencia mal explicadas y

entendidas (autorregulación, *soft rules*, etc.), no contribuye a deslindar de forma adecuada lo que resulta lícito con respecto a lo que es simplemente correcto desde el punto de vista de la moralidad. Al respecto, resulta equívoco vincular las reglas de variada naturaleza que cabe vincular con la autorregulación con una concepción ética de la disciplina empresarial, mientras que la legalidad podría afirmarse solo a partir de normas imperativas (contraposición que aborda PÉREZ PUEYO, 2003, 1 y 6). Por ejemplo, que exista un límite a la edad de los consejeros poco tiene que ver con la ética, sin perjuicio de que su adopción se deba a una opción "*estatutaria*" o normativa.

Una aproximación seria a la regulación de la gestión societaria reclama delimitar de forma clara la función que el legislador debe de cumplir o, en su caso, que por medio de la denominada autorregulación puede perseguirse (v. las consideraciones referidas a la experiencia alemana, igualmente válidas entre nosotros, en BORGES, 2003, 524-537). Lo que no parece admisible es que cuestiones sobre cuyo carácter esencial debemos volver, se quieran delimitar jurídicamente por medio de una mera traslación de reglas de comportamiento que, como se expondrá más adelante, suelen evaluarse con frecuencia solo en atención a sus resultados, sin ponderar los efectos negativos que su adopción comporta.

## **B) La "función de las empresas" y los límites del Derecho de sociedades**

Por otro lado, no estamos ante un problema cuya solución parezca labor exclusiva del Derecho de sociedades. La definición de la función de las

empresas –en especial de las de mayor dimensión- conduce como es evidente a cuestiones directamente enraizadas en la ordenación económica y que tienen un no menos manifiesto fundamento constitucional. Al hablar de creación de valor y de responsabilidad social, también se olvidan con frecuencia los criterios fijados en la Constitución española, que se proyectan como es evidente sobre la actividad de las grandes corporaciones. Precisamente, el hecho de poner en relación con la asignación del patrimonio y de los resultados de la sociedad revela la insuficiencia del Derecho de sociedades al abordar el fundamento ideológico que soporta las nociones de creación de valor o de responsabilidad social. En el terreno jurídico, la respuesta a cuál debe ser la función de la empresa nos conduce de manera prioritaria a la concepción constitucional de la libertad de empresa. De forma que podemos cuestionarnos, en primer lugar, si la atención exclusiva hacia los intereses de los accionistas encuentra amparo o límites constitucionales y, en segundo término, si la responsabilidad social tiene idéntico respaldo en nuestra Constitución económica como cauce a favor de derivar la riqueza generada por la actividad societaria en beneficio de los múltiples objetivos que la misma toma en consideración.

Desde esa perspectiva más amplia, reaparece lo que cabe enunciar como el dilema moral, consistente esta vez en cuestionar la concepción de la legislación societaria como ámbito sobre el que no cabe proyectar otros intereses o derechos que los específicamente abordados en aquella. Frente a esa consideración cerrada del Derecho de sociedades, se alza la pretensión a favor de que su interpretación y aplicación tomen en consideración los principios inspiradores de otras ramas del ordenamiento. Aflora aquí de nuevo una notable confusión por el uso de los términos equívocos.

Confusión por referir un problema jurídico de calado, a conceptos tan inciertos como los apuntados: se cuestiona si los "*sistemas éticos*" o la "*moralidad*" de la legislación societaria deben "*abrirse*" a los correspondientes de normas fronterizas (v. SPENDER, 2000, 37 y ss., que aborda, desde la óptica del Derecho australiano, un conocido supuesto de reestructuración empresarial, que tuvo importantes consecuencias laborales y que provocó una relevante jurisprudencia que, en opinión de la autora, desembocó en una opción a favor de la "*insularidad*" del Derecho de sociedades).

Probablemente, la metáfora de la insularidad resulte afortunada por su capacidad descriptiva, pero no estoy convencido de su oportunidad a la hora de definir el problema. En especial porque no creo que éste radique especialmente en la regulación societaria, sino que tiene un alcance mayor, por lo que precisamente es incorrecto confiar su solución a esa misma legislación. Ésta no falla porque su aplicación provoque soluciones insatisfactorias para los derechos de los trabajadores o para los de otros acreedores. La insatisfacción tiene su origen en mucha mayor medida en las normas específicas que consideran los intereses de terceros que se relacionan con la sociedad (leyes laborales, concursales, etc.). Pero esa insatisfacción no es un resultado directo de una deficiente actuación legislativa, sino del hecho de que las normas en cuestión han optado por dar primacía a unos intereses sobre otros, sea combinándolos en una relación jerárquica o, simplemente, ignorando por completo algunos de ellos.

Así llegamos a lo que constituye una confusión en la manera de contemplar el Derecho de sociedades, al que en lugar de verlo como parte de la legislación económica y mercantil, se le atribuye una finalidad de ordenación económica que excede de manera evidente los límites de aquél.

### **C) La insuficiencia de los ordenamientos nacionales**

Por último, para terminar esta amplia introducción, no estará de más recordar que ambos conceptos –creación de valor y responsabilidad social– son analizados por las empresas y por todo tipo de observadores desde una perspectiva internacional. La creación de valor tiene mucho que ver con la irrupción en los últimos años de sociedades cotizadas (sería más correcto hablar de grupos multinacionales que integran varias sociedades cotizadas) de una dimensión difícilmente predecible ya no hace tanto. El ámbito internacional de actuación de éstas lleva a postergar la vigencia de los ordenamientos nacionales que les son aplicables y, también, a exacerbar la importancia que para la evaluación de la gestión societaria y de sus protagonistas significa la respuesta de los mercados. Que así suceda desde la perspectiva financiera o económica puede entenderse, pero no así cuando el análisis pretende atender, como es el propósito de estas páginas, al tratamiento jurídico que esas cuestiones reclaman.

Es una evidencia que un número creciente de empresas han convertido sus acciones en valores globales, que se negocian cotidianamente en mercados diversos, superando la primera dificultad que implica la variedad de ordenamientos nacionales aplicables para la admisión a la negociación y para la contratación directa de unas mismas acciones en esos mercados (v. una minuciosa exposición indicativa en GRUSON, 2004, 358 y ss.). Conviene, en todo caso, matizar en qué consiste la insuficiencia de las leyes nacionales. En buena medida, estamos ante un reproche injusto, puesto que no se está ante imposiciones o lagunas legales en sentido estricto, sino que las situaciones que se denuncian se deben, precisamente, a la inaplicabilidad de

las leyes que vinculen a las empresas en sus Estados de origen. Por ejemplo, se presenta como un comportamiento socialmente responsable de la filial sita en un Estado en desarrollo, lo que para su matriz no es sino el simple respeto del ordenamiento, cuya vulneración lleva aparejada sanciones de todo tipo, incluso las penales.

## **V.- LA “GLOBALIZACIÓN” ECONÓMICA COMO UN PROBLEMA PARA EL DERECHO DE SOCIEDADES.**

### **A) Globalización y movilidad empresarial**

Pero la actuación internacional de las empresas no es, simplemente, una característica de las situaciones a las que pretenden hacer frente los movimientos u opiniones que defienden la creación de valor o la responsabilidad social de las empresas, sino que creemos que puede afirmarse que es una de las causas principales de esas corrientes.

La globalización, que no es sino una exacerbación de la tendencia histórica de las empresas hacia la actuación en ámbitos territoriales multinacionales, supone un cambio de dimensión de problemas ya conocidos (OLIVENCIA, 1993) junto con la de otros nuevos (FARIA, 2001, 33 y ss.). La liberalización del comercio y de los movimientos de capital, la caída de los más significados regímenes de Economía centralizada, los avances tecnológicos en materia de comunicación, transporte y producción y distribución, son todas circunstancias que han provocado situaciones de hecho que explican en buena medida los dos temas que nos ocupan. La dimensión de las empresas ha alcanzado en algunos casos unas magnitudes que permiten considerar con fundamento que sus gestores tienen un poder

económico que excede del correspondiente de los gobernantes de determinados Estados. Sus inversiones pueden, por sí solas, condicionar el futuro de regiones enteras, lo que vale tanto en épocas de bonanza, como en las de crisis.

Conscientes de ello, los Estados tratan de atraer a esas empresas a través de medidas diversas, que van desde la subvención directa, hasta la adopción de medidas legislativas que fomenten esa inversión y su rentabilidad. Aparece así una competitividad entre Estados y ordenamientos, que se proyecta en varias direcciones pero que, sin duda, tiene una de sus más llamativas paradojas en la indignación con que reciben decisiones empresariales ciertas Administraciones o agentes sociales. Me refiero, como es fácil de adivinar, a los casos repetidos de anuncios por parte de compañías multinacionales del cierre de sus establecimientos en España, para su desplazamiento hacia otras áreas que ofrecen como ventaja esencial la de unos menores costes laborales. A esa tendencia no escapan siquiera los propios Estados en los que se constituyeron y desarrollaron inicialmente esas multinacionales actuales.

Ante esa *deslocalización*, se olvida con frecuencia que la previa localización tuvo idéntico motivo. Los Estados o regiones que critican que otros atraigan inversiones por medio de ayudas públicas y explotando la ventaja derivada de los bajos costes de establecimiento y laborales, son perfectamente conscientes de que asisten a la misma escena que contribuyó a la llegada de empresas a su territorio. La posición ha cambiado: el otrora beneficiario de esa competitividad entre Estados, se ha convertido en víctima del sistema.

Se produce con ello un reconocimiento legislativo pendular. Los

Estados que aspiran a la llegada de esas grandes corporaciones introducen normas flexibles y que impulsan la libertad de establecimiento y actuación de aquéllas. Los que temen su marcha, tratan de limitar la efectividad de las decisiones empresariales introduciendo barreras legislativas fundadas en la protección de intereses generales.

### **B) La compleja disciplina de las sociedades globales**

Ese poder económico es visto con desconfianza por variados motivos. Comenzando por el temor ante la falta de control de colosos empresariales que comporta esa actuación global, que debilita los mecanismos legales y administrativos de supervisión surgidos de los ordenamientos nacionales, para los que el principio de territorialidad implica una menor efectividad. El sometimiento de determinadas sociedades o subgrupos pertenecientes a un mismo conglomerado a una concreta legislación puede ser una herramienta insuficiente a la hora de orientar la actividad de algunas empresas *globales*, e incluso puede llegar a producir el efecto negativo de alejar a esas empresas hacia ordenamientos más competitivos a la hora de atraer esa inversión.

Es obvio que esa actividad transnacional o global está fundamentada sobre normas internacionales y estatales que la fomentan. Los riesgos que conlleva la dimensión del poder económico de algunas de esas empresas y el problema de su supervisión se ha venido afrontando por distintas vías. La primera, es la de la armonización legislativa, que resulta especialmente influyente en el caso de las sociedades cotizadas cuando a éstas se les imponen similares obligaciones informativas por la aproximación de las legislaciones que se aplican en esos mercados financieros. La segunda

medida es de carácter operativo y consiste en la coordinación de los organismos supervisores de los distintos Estados. Coordinación que se traduce en muchas ocasiones en el reconocimiento de competencias de unos Estados en detrimento de otros –el ejemplo más próximo lo tenemos en el principio comunitario del control por el Estado de origen- y en otras ocasiones en el intercambio de información, sin que con ello se vulneren las garantías de confidencialidad que establecen las legislaciones nacionales. Finalmente, en tercer lugar, nos encontramos con aquellas iniciativas internacionales. Estas dan lugar a normas en sentido estricto, a recomendaciones o, simplemente, a reglas de conducta de asunción o adhesión voluntarias por las sociedades destinatarias [v. *infra* VII, A)]. No ha de extrañar, en esa dirección, que el debate sobre la globalización lleve a algunos autores a hablar de un derecho social, que se fija especialmente en los intereses de grupos, comunidades, regiones, etc. (FARIA, 2001, 223).

### **C) El intento de vincular a las empresas con los varios intereses afectados por su actividad**

El problema se plantea así en ámbitos diversos. Por supuesto que, en primer lugar, en el ámbito geográfico de actuación de cada empresa. La vinculación histórica de muchas empresas con las poblaciones o regiones que las vieron nacer saltan con frecuencia por los aires, dando lugar a una desvinculación o alejamiento entre la comunidad y la propia empresa. En segundo término, recuperando la característica internacional ya apuntada, la actuación de las empresas en un marco global ha provocado reacciones de las principales instituciones internacionales, comenzando por la propio ONU,

con el objeto de asegurar que esa libertad de actuación de las empresas inherente a la caída de barreras al establecimiento, circulación e intercambio comerciales, lleve aparejada una visión social que no se traduzca en situaciones inadmisibles desde el punto de vista de la desigualdad entre naciones y del respeto a los derechos humanos. Pero sin llegar a situaciones tan extremas, existe una tendencia que se plantea en todo tipo de mercados y que reclama que las empresas se vinculen de una manera más estrecha con la comunidad en la que desenvuelven su actividad (v. el significativo antecedente que supuso la presentación en el año 2002, ante el Parlamento británico de una *Corporate Responsibility Bill*).

#### **D) Interés social v interés general**

En la discusión provocada por la actividad de las grandes corporaciones aflora también la controversia, sin duda vinculada con la función de esas entidades y la determinación de su interés social, entre lo público y lo privado. Calificativos ambos que deben de tomarse con la debida cautela si recordamos que muchos de esos debates surgen en otros ordenamientos en los que el sentido de los términos utilizados varía (LAMOREAUX/BLOCH, 2004, 1 y ss.). A este respecto, se abre camino la preocupación por buscar un fundamento jurídico a una actividad societaria que sea capaz de la simultánea atención de sus accionistas a través de sus resultados, y de otros beneficiarios de su actividad a través de lo que se califican como “*servicios públicos*” (FAIRFAX, 2004, 199 y ss.).

Con ello se pone de manifiesto que lo que nosotros calificamos como social, no es lo que afecta a la corporación, sino a la sociedad o comunidad.

Cada vez son más los que reclaman esa atención a lo social como expresión que integra intereses públicos, generales o colectivos. Reclamación que encontró uno de sus ámbitos primeros en la actividad de aquellas sociedades que incidían de forma perceptible sobre tales intereses, como es el caso de las empresas que inciden sobre el medio ambiente y los recursos naturales (McPHAIL/DAVY, 1988).

## VI.- LA CREACIÓN DE VALOR EN EL DERECHO DE SOCIEDADES.-

### A) Preliminar: la recepción de la *shareholder value*

Una de las circunstancias más llamativas de los términos que nos ocupan es la de su paso desde el lenguaje y la información empresarial a la regulación societaria. Las sociedades cotizadas adoptaron, sobre todo en los años 90, una clara opción a favor de la gestión que se orientaba hacia la creación o dación de valor a favor del accionista. La doctrina empresarial de la *shareholder value* se extendió con una indiscutida predominancia que, por razones que luego enunciaremos, se vio interrumpida de manera abrupta como consecuencia de algunas crisis empresariales que se entendían directamente generadas por aquella orientación o cuando menos, resultaron favorecidas por la general tolerancia hacia acuerdos y prácticas que se justificaban genéricamente por esa construcción de un mayor valor bursátil a favor del accionista. De tal manera que, en el momento actual, no parece erróneo afirmar que la creación de valor ha perdido gran parte de su pujanza y que se acepta sólo en cuanto resulte compatible con otros criterios.

El movimiento a favor de una mejor determinación del buen gobierno

corporativo provocó, entre otros muchos efectos, el intento de determinar cuál debía ser el interés social en las grandes corporaciones y, en concreto, cómo debía de orientar la gestión de los administradores. Al exigir de éstos que debían de dar valor al accionista o maximizar ese valor se estaba, sobre todo, recuperando el concepto del interés social como el criterio rector de la gestión de la gran sociedad anónima. Al margen de los diversos estudios económicos o financieros que abordaban esa cuestión, en el plano jurídico no han sido muchas las contribuciones al respecto. Casi todas se insertan en el debate sobre el *corporate governance* (PAZ-ARES, 2004, 15).

En el plano jurídico la doctrina de la creación de valor conectaba con la discusión en torno al interés social y lo hacía apuntando a la orientación a favor de su consideración como el interés exclusivo de los accionistas (ALFARO ÁGUILA-REAL, 1995, 53). Idea que enlazaba con la definición que del interés social provocaba la teoría contractualista de la sociedad anónima, que lo entendía como el interés común de los accionistas (v. la referencia a las principales sentencias en SÁNCHEZ CALERO, 2005, 177 y ss.). Esta orientación resulta especialmente clara en la jurisprudencia encargada de aplicar el concepto del interés social en relación con la impugnación de acuerdos de la Junta general: art. 115.1 LSA (v. STS de 4 de marzo de 2000, RJ 2000\1502 y RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, 2002, 79 y ss.).

Sin embargo, sobre esa doctrina jurisprudencial se proyectará la reforma operada en la LSA por parte de la llamada Ley de Transparencia que ha incorporado la noción del interés social de manera expresa a los deberes exigibles a los administradores. El nuevo art. 127 bis impone un deber de fidelidad a los administradores cuyo objeto es “*el interés social, entendido como interés de la sociedad*”. Definición que se ha criticado porque no pasa de

constituir una mera sinonimia (SÁNCHEZ CALERO, 2005, 178), y que no implica una alteración de los criterios que equiparaban el interés social con el común de los accionistas. En contra de esta afirmación, no faltan opiniones que quieren ver en la opción legislativa un alejamiento del interés social como interés exclusivo de los accionistas y una toma en consideración de otros intereses (ESTEBAN VELASCO, 2004, 52 y EMBID 2004, 26). Del citado precepto resulta sugerente su tramitación parlamentaria: el abandono de la inicial definición del interés social en línea con la construcción jurisprudencial ya expuesta y que lo entendía “*como interés común a todos los socios*”, que fue enmendada alegando la falta de unanimidad doctrinal al respecto (v. referencias en SÁNCHEZ CALERO, 2005, 177-178).

La creación de valor orienta la actuación de los administradores hacia la tutela principal y directa de los intereses de los accionistas. Protección que debía verse reflejada de manera directa en la cotización bursátil de los accionistas respectivos. Con ello se desplazaba un debate de por sí complejo a un terreno especialmente incierto, pues es sabido que la determinación precisa de la formación de los precios bursátiles es cuestión financiera harto discutida. Al propio tiempo, la creación de valor por medio de la cotización suponía que ésta dejaba de ser una expresión de la situación y resultados de la sociedad en cuestión y se convertía en el propio fin empresarial o, por qué no, en la expresión del interés social (de la cotización como *Unternehmensziel*, habla SCHMIDT, 2002, 768).

Sin embargo, la experiencia ha puesto de manifiesto cómo una aparentemente correcta creación de valor puede no ser sinónimo de una gestión diligente, ni resultar siempre legítima. El ejemplo más sencillo nos lo dan aquellas sociedades cotizadas que prestan servicios públicos de

suministro de energía. Irrumpe en este caso el interés general vinculado con la prestación de tal servicio, que tratan de preservar las normas y reglamentos sectoriales, de forma que los administradores estarán obligados a que la sociedad cuente, en todo momento, con los recursos adecuados para la correcta distribución de energía. Los recientes “apagones” eléctricos vividos al inicio del verano de 2004 por una demanda de energía que sobrepasaba la capacidad de la red, evidenciaron las deficiencias que ésta presentaba y que algunas opiniones explicaban por la falta de inversión en el mantenimiento y mejora de las infraestructuras de aquélla. Situación que, siempre de acuerdo con las opiniones de algunos analistas, estaría inspirada en la decisión de los gestores de esas sociedades por dedicar mayores recursos a incrementar el dividendo, dando preferencia a la defensa de los accionistas (a través de la cotización y la aplicación de resultados), frente a la de los clientes. Corregir esa situación no creemos que pase por ampliar el concepto del interés social a sujetos distintos de los accionistas, sino por asegurar, a través de las normas propias del sistema eléctrico, el ineludible mantenimiento de la red para que ésta pueda dar una adecuada y suficiente respuesta a la demanda energética.

Al hilo de la generalizada adopción de la creación de valor como criterio de actuación de numerosas sociedades cotizadas, se abrió camino la contraposición entre *shareholders* y *stakeholders*, disyuntiva que se mantiene como lo prueba el hecho de que la responsabilidad social, actualmente en fase expansiva, se conecte con la defensa de los segundos. Esa contradicción puede ocultar algo que justifica una advertencia adicional: la determinación del interés social consistente en optar por alguna de las soluciones contrapuestas no resulta satisfactoria. Sirve a estos efectos la consideración del interés social como el propio de los accionistas, lo que lleva a cuestionarse

si es el interés de todos ellos, o el de la mayoría. Igualmente, habrá que plantearse si la definición del interés social debe de tomar en cuenta a quienes lo son en un momento determinado o también a los futuros accionistas, condición especialmente importante en las sociedades cotizadas en las que se reclama jurídicamente la protección del inversor.

Otra observación presente en toda aproximación al concepto del interés social permite comprobar que no siempre comporta excluir unos intereses a favor de otros. Definir el interés social supone, con mayor frecuencia, establecer una jerarquía de intereses que sirve para tutelar unos directamente, al tiempo que otros resultan indirectamente favorecidos. La doctrina de la creación de valor entiende, precisamente, que la primaria protección de los accionistas comportará otros beneficios para las demás partes involucradas en la empresa.

## **B) La construcción financiera de la creación de valor**

La vinculación entre el interés social y la creación de valor para el accionista conduce a tomar en cuenta las construcciones doctrinales de esa teoría en el ámbito financiero. Es un lugar común situar en lugar destacado a esos efectos la aportación de RAPPAPORT (1998, en especial, p. 19 y ss., en donde aborda la relación entre ese objetivo y la "*finalidad de la empresa*"), sin perjuicio de tomar en consideración otras aportaciones posteriores específicamente referidas al mercado español (con amplia información y datos comparados, FERNÁNDEZ, 2005, 361 y ss.). Muchas de esas aportaciones se ocupan de consecuencias lógicas de la doctrina apuntada, como sucede cuando se atiende a los métodos de valoración y a los criterios de medición

del valor que se dice creado. En todo caso, parece conveniente advertir que tan sólo se pretende llevar a efecto una mención de lo que son los postulados esenciales que sustentan esa construcción, así como la enunciación de las principales propuestas a través de la que cabría tratar de concretar la pretendida creación de valor.

La expansión de la creación de valor al hilo del movimiento del *corporate governance* creemos que obedece a la especial aptitud de esa idea para la orientación de la administración de las sociedades cotizadas. No se trata de una orientación destinada exclusivamente a los administradores, sino que apunta directamente a la relación entre éstos y los inversores. Es la satisfacción de los intereses de éstos por parte de aquéllos la que inspira esa teoría, que enlaza con la noción del interés social por cuanto arranca de cuál es la "*finalidad de la empresa*" (la referencia más explícita a ese respecto la constituye el subtítulo de la obra de RAPPAPORT, 1998). Finalmente, es preciso recordar que desde su irrupción y expansión, la idea de la creación de valor ha tenido ocasión de ser contrastada con la mayoría de los argumentos que siguen siendo esgrimidos en contra de la misma, incluida la corriente que postula una responsabilidad social de las empresas.

Reclamar de los administradores la creación de valor implica exigirles que el valor de la acción expresado a través del mercado bursátil reproduzca fielmente el valor máximo que cabe atribuir al patrimonio de la sociedad. Esto pasa tanto por evitar inversiones poco rentables, como por obtener el máximo valor posible. La existencia de una discrepancia entre el valor de la empresa y el valor de la acción se convierte en motivo de censura hacia el administrador. El "*diferencial de valor*" es una invitación a la sustitución de los gestores.

Así, la teoría que nos ocupa reproduce en gran parte los argumentos conocidos en la presentación del mercado de control societario. Concepto que, a la vista de la experiencia española, permite afirmar que con relación a su vigencia hay una notable distancia “*del dicho al hecho* (sobre la cuestión, v., por todos, la exposición de FERNÁNDEZ PÉREZ, 2000, p. 324 y ss. y la bibliografía allí citada.)

Una mala gestión de los intereses de los accionistas hace vulnerable a una sociedad. Quienes consideren que el valor de las acciones es inferior al valor de la empresa, se verán tentados para adquirir su control y tratar de beneficiarse de una corrección de dicho diferencial. Ésa era la motivación de gran parte de las más destacadas operaciones de adquisición empresarial que se produjeron en los mercados americanos de valores, protagonizadas por adquirentes que buscaban beneficiarse de ese valor oculto por medio de operaciones posteriores a la compra que, en muchos casos, implicaban la desaparición de la sociedad o, cuando menos, la liquidación de sus activos más valiosos. En el panorama actual, los efectos de la falta de una adecuada creación de valor han variado. Ya no se produce un cambio de control a través de la adquisición de las participaciones mayoritarias en el capital, sino una separación de sus puestos de los administradores incapaces de crear el valor adecuado. Se subraya que son, sobre todo, los inversores institucionales quienes corrigen de manera tan contundente a los administradores o exigen de éstos una rectificación. De los inversores institucionales no cabe esperar sólo la remoción de los administradores sino que lleven a cabo una denuncia de aquellas sociedades en las que se observa un desajuste entre el valor que cabe atribuir a la empresa y la evolución de la acción en Bolsa (v. los ejemplos que cita RAPPAPORT, 1998, 21.) Se trata de una premisa inspirada en la

experiencia americana, pero que no resulta igualmente predicable con respecto a otros mercados, en los que se concluye el carácter esporádico del “*activismo institucional*”, limitado a situaciones extremas de mala gestión. Ahora bien, ese activismo no debe ser visto como expresión del reconocimiento de los singulares derechos que reclama esos inversores institucionales, sino como la expresión también de posibles deberes que a esos accionistas cualificados cabe exigir en defensa de la propia sociedad y de los demás accionistas (que es lo que plantea KARMEL, 2004, 20-21).

La propia enunciación de la teoría de la creación de valor revela uno de sus criterios inspiradores: puesto que estamos ante una forma de gestionar las grandes sociedades cuya finalidad es favorecer a los accionistas, parece razonable atraer al responsable de la gestión hacia esos intereses. La creación de valor para el accionista se verá incentivada si quienes pueden llevarla a cabo participan en los efectos positivos de esa actuación. En mi opinión y como luego trataré de justificar, el desarrollo de ese razonable postulado ha dado lugar a algunas de las circunstancias más negativas para la propia doctrina de la creación de valor [(v. *infra* VI, G)].

En cualquier caso, desde la perspectiva de nuestro Derecho societario, la aproximación de los intereses entre administradores y accionistas, lejos de ser novedosa, constituye una orientación expresamente acogida por el art. 130 LSA al abordar el régimen de retribución de los administradores.

La atracción de los administradores hacia la asunción de los intereses propios de los accionistas transcurre por diversas soluciones que, a su vez, conducen a temas no menos complejos, ni polémicos. Así sucede, con la atribución a los administradores de una participación en el capital social y con la vinculación que se establece entre la remuneración de aquéllos y la

rentabilidad obtenida por los accionistas a la vista de la evolución del valor de la acción. Ha de señalarse que ambas hipótesis no dan lugar siempre y en todo caso a una coincidencia plena en los intereses de administradores y accionistas. El riesgo vinculado a la tenencia de acciones de la propia sociedad puede no ser el mismo para el accionista (que puede compensar las minusvalías con otras inversiones de su cartera) y para el administrador, más vulnerable al curso negativo de la acción (RAPPAPORT, 1998, 23). Mayor trascendencia, tiene sin embargo el hecho de que a partir de ese teórico “alineamiento” de los respectivos intereses, el efecto sea claramente discriminatorio en perjuicio de los accionistas, a quienes se condena a no percibir resultado alguno, mientras que la creación de valor abre la puerta al coincidente (y en ocasiones sencillamente escandaloso) enriquecimiento de los administradores (v. la acertada y justificada crítica que realiza SÁNCHEZ ANDRÉS, 2002, 18-20, a la vista de los abusos cometidos al amparo de ese alineamiento de intereses). No se trata de que ese alineamiento reduzca los conflictos de intereses (v., el denominado *Informe Winter*, 2002, 64-65) sino que al amparo del mismo se produzca un frontal enfrentamiento entre los intereses de los accionistas y los de los administradores.

También suele invocarse la eficiencia de los mercados de control y de trabajo de directivos como causas favorables a la creación de valor. Si la cotización refleja adecuadamente el valor de la empresa (v. *Informe Winter*, p. 89, donde parece aceptar esa relación entre *market price* y *fair value*), se diluirá el interés de los posibles adquirentes por llevar a cabo una adquisición del control y por provocar el consiguiente desplazamiento de los administradores. Igualmente, aquellos administradores que hayan acreditado

una capacidad para favorecer a los accionistas a través de la creación de valor serán invitados a desarrollar una misión similar en otras sociedades.

Como ya hemos subrayado, para los creadores de esta corriente no ha pasado desapercibida la orientación que reclama una responsabilidad social de las empresas. Se responde a ese postulado afirmando que la función de los administradores no es la de decidir lo que resulta mejor o más conveniente para los intereses de la comunidad. Esa corresponde a los poderes públicos, a través de la acción legislativa y judicial, pero para la que los administradores de las sociedades cotizadas no están legitimados. Es más, la responsabilidad social se convierte en muchas ocasiones en una útil coartada para una administración ineficiente. De acuerdo con esas opiniones, invocando la protección de intereses tales como los de los trabajadores o los de los proveedores o clientes, con la consiguiente desatención hacia los intereses de los accionistas, se abre en muchas ocasiones la puerta a un debilitamiento de la empresa y de su competitividad que acaba poniendo en cuestión su propia continuidad. La experiencia demuestra que ese criterio “social” de gestión ha concluido en reestructuraciones traumáticas o absorciones de la empresa por terceros.

Continuando con ese razonamiento, se trata de demostrar que la creación de valor para el accionista tiene efectos positivos para los demás titulares de intereses vinculados con la actividad empresarial (v. la amplia reflexión que al respecto realiza RAPPAPORT, 1998, 28-34 y las “soluciones” que propone, 181 y ss.). Esta idea se ha expresado con frecuencia destacando la posición “residual” en la que se encuentran los accionistas en lo tocante a la satisfacción de su interés económico, que comporta la previa de los de los *stakeholders*. Se trata de una observación repetida en la doctrina americana

(entre nosotros, v. el apunte que incluye al respecto PAZ-ARES 2002, 1808) y que parece ser acogida en foros europeos influyentes [es el caso del *Informe Winter*, p. 47: “*In a proper system of corporate governance ...shareholders are the residual claimholders (they only receive payment once all creditors have been satisfied and they are entitled to reap the benefits if the company prospers and are the first to suffer if it does not).*”

### C) *Corporate governance* y creación de valor

#### 1. *El Informe Olivencia*

La recepción de ese principio entre las grandes sociedades españolas -y su consiguiente influencia sobre el funcionamiento de los mercados de valores españoles- registró un formal reconocimiento al hilo de la aprobación y difusión del denominado “*Informe Olivencia*”. Con ello se continuaba entre nosotros una tendencia igualmente perceptible en iniciativas precedentes o posteriores adoptadas en otros países en materia de *corporate governance*. Pero lo cierto es que tras la aprobación de aquel Informe, ya no se trataba de que la propia información facilitada por las grandes sociedades cotizadas, alguna opinión aislada (TERMES, 1997, 5-6), o alguna institución empresarial (v. la *Propuesta de Normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración*, presentada en 1996 por el Círculo de Empresarios), defendieran esa solución como la más idónea, sino que con ocasión tan relevante como fue la presentación en el año 1998 del Informe de la Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las grandes sociedades, se acogiera de manera explícita

como una de las misiones que el Consejo de Administración tenía atribuidas, la de “*creación de valor para el accionista*”.

Allí se nos indica que no puede haber una definición de buen gobierno sin definir a su vez los fines objetivos que deben de satisfacer los administradores, premisa que creo que debe ser compartida, en la medida en que trata de introducir un criterio de evaluación de la adecuada gestión de las grandes empresas, pretensión irreprochable en el marco de la determinación de lo que se considera un buen gobierno corporativo. La definición del interés por satisfacer resulta, en primer lugar, un presupuesto lógico de cualquier norma de conducta que se quiera proponer. Conviene no perder de vista el carácter instrumental de las reglas de comportamiento. Se ha de gestionar bien una empresa como forma de alcanzar los objetivos comerciales o financieros previstos o como cauce para el adecuado conocimiento por los legitimados para ello (los accionistas inversores) de las causas que han motivado que no se logaran esos objetivos. Será su consecución la que, en suma, permitirá reconocer que se produce un buen gobierno.

Fijada esa premisa, no deja de resultar llamativa la complacencia con la que autoridades supervisoras y empresas anuncian la adopción de las normas de conducta. En mi opinión, la validez de éstas no depende tanto de su establecimiento, como de su cumplimiento, que recientes investigaciones revelan que es claramente insatisfactorio (v. los distintos documentos que recogen la investigación realizada al respecto por la CNMV con referencia a 1999, 2000 y 2001, que pueden ser consultados en la página *web* de dicha Institución: [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)). En segundo lugar, lo que también resulta deseable es que se tome en consideración la imprescindible compatibilidad

entre el criterio de conducta a imponer en normas de voluntario cumplimiento y el Derecho de sociedades en sentido propio.

La imposición a los administradores de deberes normativos o de mera conducta de genérica invocación –la diligencia o lealtad que cita el art. 127.1 o la fidelidad que menciona el art. 127 bis, ambos de la LSA- debe estar acompañada por una orientación clara de qué intereses han de resultar singularmente beneficiados por la actuación de los administradores. La doctrina de la *shareholder value*, o la que es descrita como la “*solución financiera*” se entiende que es la más adecuada para un ejercicio efectivo y preciso del principio de responsabilidad y que además responde a las expectativas de los inversores. En suma, la maximización del valor de la empresa a favor del accionista ha de ser la orientación a la que ha de adecuarse la conveniencia y defensa del interés social. El Informe de la Comisión Olivencia explicó su opción sobre la base de las razones siguientes: “*En primer lugar, porque proporciona al Consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara, que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones; en segundo lugar, porque en mercados competitivos, favorece la formación del capital y la más correcta asignación de recursos; en tercer lugar porque acompaña eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa*” (p. 18).

Se trata de una clara argumentación a la hora de explicar cuales son las motivaciones principales de la doctrina del valor para el accionista, a partir de la construcción financiera que ya quedó apuntada en su enunciación fundamental. Lo que ahora interesa es matizar la presunta innovación que el criterio adoptado supone. La comprensión del interés social como el interés común de los accionistas ha sido una de las opciones tradicionales a la hora

de abordar la cuestión (DUQUE, 1957, 73). En este caso, no creemos que se esté tanto ante una nueva concepción de aquel interés como que la innovación se produce más en cuanto al método a seguir: la maximización del valor de la empresa.

Mas la opción así justificada que la Comisión Olivencia llevó a cabo en favor de esa orientación se vio acompañada de una matización inmediata. Advertía la Comisión que esa opción no puede significar que los intereses de los accionistas sean el exclusivo objetivo de los administradores a cualquier precio, ignorando los intereses vinculados a otros grupos implicados en la marcha de la sociedad o a la propia comunidad en la que la sociedad se ubica. Para concretar esta matización, el citado apartado del Informe de la Comisión Olivencia termina con las referencias a las exigencias que derivan de normas imperativas de variado contenido, al ineludible cumplimiento de buena fe de las obligaciones contractuales contraídas frente a distintas categorías (los trabajadores, los acreedores, etc.) así como por último, a la observancia de aquellos deberes éticos inherentes a una responsable conducción de los negocios.

La posición adoptada por la Comisión Olivencia se tradujo, como no podía ser de otra forma dada la trascendencia de la cuestión, al propio Código de Buen Gobierno, de manera que en el apartado 4 de sus consideraciones generales se advierte que las recomendaciones dirigidas a los Consejos de Administración están orientadas al servicio del interés social, definido conforme a la regla de creación de valor para el accionista. Otro tanto sucedió con el denominado Reglamento-Tipo del Consejo de Administración impulsado por la CNMV y que al regular la misión del Consejo aborda en dos preceptos la cuestión expuesta. De manera

contundente se declara que “el criterio que ha de presidir en todo momento la actuación del Consejo de Administración es la maximización del valor de la empresa” (art. 6.2). La compatibilidad de ese criterio con el respeto de “otros intereses” se ha de lograr a partir de los criterios de actuación que ya enunciaba el *Informe Olivencia* y que conviene recordar: el respeto a las normas, el cumplimiento de buena fe de los contratos y la observancia de los deberes éticos inherentes a la “responsable conducción de los negocios”. En esa misma línea, algunas de las grandes sociedades a las que se reclama que adapten su gobierno corporativo a las recomendaciones del *Informe Olivencia*, entienden que la definición por el Consejo de Administración del interés social implica el deber de reconocer el papel fundamental que desempeña el accionista. En cualquier caso, lo que es preciso destacar es que sean normas de carácter reglamentario y nacidas al hilo de la discusión sobre el gobierno corporativo las que aborden y resuelvan la cuestión del interés social en la sociedad cotizada. Advertencia que no la provoca tanto la posición ecléctica que allí se suele adoptar, cuanto la habilitación normativa para tratar en ese ámbito cuestiones típicamente societarias (conforme con EMBID, 2004, 27).

Lo que hizo el *Informe Olivencia* es profundizar en el propósito del art. 127 LSA . De éste se ha dicho que lo que persigue es favorecer un “módulo genérico de conducta” que permita una adecuada interpretación de los deberes legales de diligencia y lealtad del administrador, así como la concreción –por medio de la acción de responsabilidad- de actuaciones vulneradoras de esos deberes (para un planteamiento general, v. SÁNCHEZ CALERO, 1994, 102 y 105-106). El interés de la sociedad se convierte en el presupuesto cierto de una conducta diligente y leal (para un mayor desarrollo, v. RAISER, 2001, 141) y su satisfacción será una confirmación de la misma: si partimos de que el

administrador gestiona intereses ajenos, la determinación de éstos deviene en una necesidad llegado el momento de evaluar esa conducta. No siendo discutible que la gestión debe atender al interés social, la cuestión que se viene debatiendo es la de si, además, han de ponderarse otros intereses (los de los trabajadores, acreedores, accionistas) con lo que el interés social empuja a considerar el interés de la empresa como concepto capaz de aglutinar la amplia categoría de intereses de los *stakeholders*. En buena medida, una reflexión referida al significado de la equiparación del interés social con la creación de valor para el accionista, obliga a retomar las interesantes reflexiones que ya hace algún tiempo motivó la relación entre ambos conceptos (en especial, ESTEBAN VELASCO, 1982, 582 y ss., con amplísima referencia al debate en el seno del Derecho alemán), y que pervive hoy convirtiendo el interés social en un genuino *Spannungsfeld* de intereses individuales y colectivos vinculados y, en muchas ocasiones, contrapuestos (WERDER, 1998, 74 y ss). En una primera aproximación al *shareholder value* puede pensarse, con fundamento, que el planteamiento del problema no ha variado, sino que se ha producido una opción nítida en la resolución del problema. Habiéndose admitido que la actividad de las grandes corporaciones incide sobre intereses varios, se opta por reducir el interés social al de los accionistas, cuya satisfacción ha de canalizarse a través de la creación de valor.

Sin perjuicio de la crítica de la que puede resultar objeto la opinión indicada, conviene formular alguna consideración adicional sobre la aportación realizada por el *Informe Olivencia*. Así, en primer lugar, apuntar hacia dónde debe orientarse el interés social es un complemento cierto de la indefinición legal. Lo que la Ley no ha hecho o no debe hacer (por ser una

norma destinada a todo tipo de sociedades anónimas y por la múltiple incidencia del interés social que ya se apuntó), sí puede ser abordado en el marco de un programa destinado a determinar el buen gobierno de la gran sociedad anónima cuyas acciones se negocian en mercados abiertos. Maticemos que ese acierto inicial no está en la concreta opción elegida, sino en el intento de abordar una delimitación del interés social válida para la sociedad cotizada.

En segundo lugar, se está apuntando el carácter instrumental del buen gobierno. Éste no es un valor en sí mismo, sino que su realización ha de tener unos claros objetivos. Un comportamiento ético, responsable o transparente siempre será bien recibido en los más variados órdenes de la actividad humana. Pero en el de la actividad de las grandes empresas, esos valores de la gestión se proclaman como el método que ha de asegurar unos fines que van más lejos de la intrínseca bondad de los administradores. ¿Para qué o para quién hay que gobernar bien? La solución dada en el *Informe Olivencia* es ciertamente precisa. Las dudas que puede merecer esa opción no pueden impedir el reconocimiento de que la determinación en ese ámbito del interés social es un acierto metodológico y una adecuada aproximación al problema. El buen gobierno, se nos está diciendo, debe conducir a una satisfacción de los intereses de los accionistas. Afirmación que resulta pacífica por lo que expresa, al tiempo que polémica por lo que sugiere: en atención ¿sólo de los intereses de los accionistas? (WERDER, 1998, 83-89).

## 2. El Informe Aldama

El denominado *Informe Aldama* –que asume expresamente la tradición del precedente *Informe Olivencia* y hace suyo lo fundamental de la filosofía inspiradora de éste- (v. *Informe Aldama*, p. 11), no contiene provisiones específicas sobre cuál deba ser la función del Consejo de Administración y a favor de qué intereses debe orientarse. Quizás el lugar en el que se proclama con mayor claridad el criterio a ese respecto sea el epígrafe dedicado al principio de seguridad y su influencia sobre las responsabilidades de los administradores.

Allí ya no se afirma con la rotundidad que lo hacía el *Informe Olivencia* la vigencia de la creación del valor para el accionista, si bien parece que, aunque sea a través de un lenguaje menos directo, se sigue ubicando en la tutela de los inversores el núcleo de los deberes y responsabilidades de los administradores. Así resulta del hecho de que se afirme que “*el núcleo fundamental de la exigencia de seguridad en los mercados*” radica en una adecuada distribución del “*valor producido por la empresa*”. Con ello entendemos que se está produciendo una doble toma de postura: que la creación de valor sigue siendo el criterio rector al que deben atender los administradores de las sociedades cotizadas y que éstos han de observar especialmente su deber de lealtad en lo tocante a la distribución del mismo. La idea la expresa el *Informe Aldama*, de una manera mucho más nítida cuando aborda precisamente el deber de lealtad de los administradores, llevando a cabo otra matización que es igualmente relevante y aclaratoria: a esos efectos el valor “*no (debe ser) entendido ni única ni principalmente como valor de cotización bursátil en un determinado momento*” (p.22).

#### **D) La negociación bursátil como criterio determinante de la administración de la sociedad**

La toma de posición adoptada en el *Informe Olivencia* tiene evidente calado. Como lo prueban algunas de las cuestiones que a partir de la misma se plantean. La primera que se nos ocurre es la de si no se está subrayando que la gran sociedad cotizada merece, entre otros muchos elementos que puedan configurar su estatuto como sociedad anónima especial, el reconocimiento de que el interés social ha de ser definido con respecto a ella de acuerdo con parámetros distintos a los que pueden predicarse con carácter general a partir de la LSA.

Es un hecho conocido que la sociedad cotizada se ha convertido en un problema legislativo específico. No se trata sólo de profundizar en el debate teórico que la ha consolidado como un subtipo de la sociedad anónima, sino de traducir ese reconocimiento al plano legislativo. Labor que no acaba en la irrupción esporádica de normas aisladas que reconocen una nueva categoría (como hizo, por ejemplo, el art. 92 bis LSA o como han supuesto la Ley Financiera de 2002 o la Ley de Transparencia de 2003), sino en que la evolución legislativa desemboque en una regulación especial y sistemáticamente adaptada de la sociedad cotizada, en línea con el desarrollo normativo similar que se observa en algunos Estados europeos, en un intento de superar la absoluta divergencia que la estructura de la gran sociedad anónima presenta con respecto a las normas que le son aplicables (SÁNCHEZ CALERO, 2001, 27 y ss.; la sociedad cotizada merecía un régimen jurídico especial en la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, a lo largo de sus arts. 366 a 444).

Situados ante esa encrucijada, cabe plantear si la elaboración de un régimen especial para las grandes sociedades bursátiles ha de abordar la determinación de un interés social propio y distinto para esa modalidad de sociedades anónimas, alejado de lo que son cánones tradicionales de comprensión del interés social en la LSA. En esa línea, podría adivinarse que, quizás, el valor para el accionista como expresión del interés social supone un paso decisivo en el establecimiento de ese especial estatuto que deriva de la negociación bursátil de las acciones de una sociedad.

En línea con esa consideración, no estará de más traer aquí a colación la opinión que denuncia la inutilidad del intento de definir el interés social atendiendo a la multiplicidad de intereses que aparecen vinculados al funcionamiento de cualquier sociedad anónima. El intento de traducir esa pluralidad de intereses a una concepción unitaria del interés social se critica por su falta de claridad. Para superar ese obstáculo lo que se recomienda es, precisamente, tomar en cuenta los dos tipos básicos de la sociedad anónima – la cerrada y la abierta- e intentar definir el interés social atendiendo a la especialidad de cada una (KÜBLER, 1994, 233 y ss ). Esa especialidad atiende sobre todo a las características que en cuanto a la financiación de uno y otro tipo se advierten. En mi opinión, la opción favorable a la creación de valor como el cauce adecuado para la defensa del interés social acierta a la hora de adoptar esa perspectiva, por más que la solución adoptada se haya revelado como inadecuada. Examinar la estructura financiera de las grandes corporaciones e intentar traducirla a un específico criterio orientador de la actuación de los administradores no debe ser objeto de reproche, pues la financiación y el gobierno de una misma sociedad son cuestiones con evidente vinculación (LAMANDINI, 2001, 17-18). Baste a ese respecto con

recordar la observación de GARRIGUES (1933, 5): “en el Derecho de sociedades mercantiles, el subsuelo económico está más cerca de la superficie que en ningún otro sector jurídico” (indicación que acompañaba de otra advertencia: “No conviene, sin embargo, exagerar la preponderancia económica en la legislación de sociedades, confundiendo el aspecto económico con el jurídico, porque el objeto de la ciencia jurídica son siempre las normas y no las leyes económicas y naturales. Para el jurista el punto dominante ha de ser esencialmente jurídico aun cuando huya del puro dogmatismo y de las construcciones abstractas predeterminadas por la solución que se busca”).

Sin duda, la doctrina del valor para el accionista enlaza directamente con alguna de las características más definitorias en la configuración de la sociedad cotizada. Ya no se trata sencillamente de describir ese tipo societario como aquel en el que confluye una masa anónima de inversores para los que la atribución de derechos políticos o de participación es irrelevante, pues su interés está exclusivamente centrado en la evolución económica de su inversión, sino de hacer hincapié sobre un hecho determinante para perfilar el régimen de la sociedad cotizada en el momento presente y que no es otro que el de la presencia masiva de los conocidos como “*inversores institucionales*”. La vinculación entre esa categoría de accionistas y el gobierno corporativo cuenta entre nosotros con aportaciones relevantes (TRÍAS SAGNIER, 1998, 35 y ss. y GARRIDO, 2002, 21 y ss.; desde una óptica económica, RUFFNER, 2000, 436 y ss.). Esa presencia es ciertamente un hecho esencial y que no puede ignorarse por quien pretenda abordar con rigor el gobierno corporativo y la definición del interés social al que ha de tender una buena manifestación del mismo. La idea de la irrupción de los inversores institucionales es, en cierto grado, un síntoma de la evolución de la relación entre accionistas y *managers* (por todos, v. las referencias que hace a la cuestión MORILLAS, 2002, 145 y ss.).

Se puede simplificar la situación diciendo que el interés social vinculado con los accionistas puede estar cambiando como consecuencia de que también lo hacen los titulares de ese interés. En este punto, conviene indicar la influencia que las construcciones económico-financieras diseñadas para estos inversores institucionales tuvieron sobre la doctrina del *shareholder value*: (MÜLBERT, 1997, 135 y ss).

En efecto, aquellos accionistas cuya cartera estaba inspirada en buena medida por el criterio de fidelidad hacia determinados valores ha dejado paso a una nueva categoría inversora, generada al hilo del desarrollo de la inversión colectiva. Las grandes corporaciones prestan particular interés hacia esos inversores institucionales que desplazan ingentes recursos, en esencia a partir de la motivación de la rentabilidad. Lo anterior no debe conducir, sin embargo, a simplificar o, sencillamente, a caricaturizar la figura de los inversores institucionales y los intereses de estos como accionistas. Frente a la tendencia que los presenta como cualificados especuladores que no buscan otra cosa que no sea la rentabilidad de su inversión, conviene recordar que no son sino relevantes instrumentos de canalización del ahorro colectivo de grupos sociales más o menos numerosos. Tal es la extensión que alcanzan en la economía actual los instrumentos de inversión colectiva que procede recordar.

El funcionamiento actual de los mercados de valores se caracteriza por una competencia entre las sociedades cotizadas a la hora de atraer esa inversión institucional. La regulación de los mercados juega también una importante función, en especial si se considera que estamos ante una competencia que excede del ámbito de los mercados domésticos o nacionales y que se plantea en el plano internacional o globalizado, en función de la

generalización de la libre circulación de capitales (v. en tal sentido el apartado I de su Exposición de Motivos de la Ley Financiera; ECKERT, 2004, 30). Eso explica que los valores de una misma sociedad se negocien simultáneamente en los más destacados mercados financieros, cuyo desarrollo se basa, precisamente, en su capacidad para atraer las grandes inversiones institucionales. Así, las sociedades cotizadas se desenvuelven en una doble competencia: la que despliegan frente a otras sociedades a la hora de atraer la inversión y la que se produce entre los mercados.

Ha de insistirse en que los inversores institucionales operan sobre la base de la rentabilidad como criterio determinante, por mucha consideración que merezcan otras características. Esto obliga a los administradores de las sociedades que han sido o pretenden ser beneficiarias de esa inversión, a orientar la gestión a la constante revalorización o retribución de los valores en los que se ha traducido dicha inversión, bajo la amenaza evidente de que, con la misma inspiración y rapidez con la que llegó a producirse aquella inversión, puede ser deshecha (matiza esta posibilidad el *Informe Winter*, p. 56).

Los fondos de ese inversor institucional abandonarán el capital de una sociedad cotizada en busca de las acciones o valores ofrecidos por otras sociedades cotizadas que aseguren o, cuando menos, prometan una retribución y revalorización mayor de la acción. De ahí que se diga que las sociedades cotizadas se desenvuelven en un entorno competitivo, pues es lo cierto que la única forma para asegurar la permanencia de esos grandes inversores consiste en ocupar un lugar destacado en los *rankings* de rentabilidad. La obsesión de los administradores por retener a esos inversores cualificados (tanto por la cuantía de su inversión, como por los efectos

orientadores que sus decisiones tienen sobre los demás inversores) pasa por ofrecer de manera constante y creciente un mayor valor de la empresa.

Un síntoma de ese interés de los administradores por merecer el favor de los grandes inversores nos lo ofrece, una vez más, la observación de la práctica de la información societaria. Quien siga con regularidad la prensa económica advertirá cómo los administradores de las grandes empresas despliegan ante los denominados analistas de inversiones un esfuerzo informativo que puede decirse que en ocasiones supera el correspondiente realizado ante la Junta general. Dado que aquéllos son quienes con frecuencia determinan la realización o terminación de inversiones por medio de sus recomendaciones, la práctica empresarial consagra encuentros periódicos entre los administradores y los analistas en donde los primeros han de convencer a los segundos de la bondad de la oportunidad inversora que representa la sociedad que gestionan.

Así pues, uno de los objetivos principales de la gestión de las grandes sociedades es el interés por atraer a esos inversores y mantenerlos como partícipes en el capital, situación en la que, dicho sea de paso, su exclusiva preocupación financiera les convierte con frecuencia en accionistas cómodos para los gestores que, a cambio de esa revalorización o incremento del valor de la acción, dispondrán de una notable libertad de maniobra, toda vez que no es habitual en los inversores institucionales la implicación en la gestión ordinaria de las sociedades participadas (BASSEN, 2002, 430). Esa pasividad se combate en algunos *Códigos de Buen Gobierno* con específicas llamadas al uso por parte de los inversores institucionales de sus derechos políticos.

El interés no escapa, por otro lado, a la influencia de la internacionalización o “*globalización*”. Es preciso ser consciente de que en no

pocos casos la referencia a los accionistas y a los demás titulares de grupos de intereses se proyecta sobre un ámbito multinacional y además, de una manera cualificada. Por ejemplo, se subraya el hecho de que alguno de los mayores bancos españoles tiene más del 50% de su capital en manos de accionistas no españoles. Si profundizamos sobre la plantilla laboral, nos encontraremos con que en no pocas ocasiones la nacionalidad de una empresa y la de la mayoría de los integrantes de aquélla son distintas. Lo mismo cabría decir con respecto a la clientela o a los acreedores. Recuérdese que aun cuando sigamos considerando que es española la sociedad dominante de un gran grupo, éste se encuentra compuesto por otras muchas sociedades de distinta nacionalidad, que son también grandes sociedades cotizadas en sus ámbitos geográficos de actuación y cuya actuación incide de manera indiscutible en los intereses de todos esos grupos.

Ante esa realidad es preciso matizar algunas críticas que rechazan la doctrina del valor para el accionista sobre la invocación de determinados preceptos constitucionales, cuya aplicación al caso concreto puede ser cuestionable. La consideración por la gestión orientada a favor de los *stakeholders* obliga a tomar en cuenta criterios de actuación válidos en ese ámbito internacional.

Tal es la situación que en el momento actual se observa en el funcionamiento de los mercados de valores. Su reconocimiento no creemos que pueda ser discutido. Es por ello que nos parece que la opción del *Informe Olivencia* al definir el interés social estableciendo una relación con la doctrina del valor para el accionista, constituye un primer paso hacia la conveniente respuesta de cuál es el interés social al que debe orientarse un buen gobierno corporativo. Desde el punto de vista económico, parece razonable

recomendar a las sociedades cotizadas españolas adoptar un criterio de gestión y de construcción del interés social competitivo, es decir, capaz de convertir sus valores en un objeto tan atractivo para la inversión como lo puedan ser los que en otros mercados puedan ofrecer las sociedades que allí cotizan.

Ahora bien, lo que se acaba de decir no creemos que resulte incompatible con la advertencia acerca de que junto a esos accionistas institucionales, permanecen en las grandes sociedades otros para los que el criterio de la creación de valor puede no ser el determinante. En unos casos, los menos, por cuanto su participación obedece a razones históricas o de simple fidelidad y, en otros, los más, porque la condición de accionista titular de una participación significativa está inspirada en criterios industriales o comerciales, en donde los objetivos perseguidos a partir de tal participación no están tan vinculados con la idea del incremento del valor de la acción, como con otros criterios que podemos enunciar como el interés de grupo, el principio de continuidad de la empresa, el aprovechamiento de ciertas líneas u oportunidades de negocio, etc.

Es preciso recordar aquí que la definición del interés social perseguible no puede ignorar que la estructura de propiedad de las grandes sociedades no es la misma en los distintos mercados. El reconocimiento del importante papel que los inversores institucionales juegan en todos esos mercados no permite, sin embargo, asumir que su influencia es similar en todos ellos. La razón para esa advertencia nos la ofrece la considerable diferencia que la volatilidad y el reparto de la propiedad del capital se observa en los diversos mercados internacionales (valga al respecto la cuestión sobre la extrapolación de la experiencia norteamericana planteada por TRÍAS SAGNIER, 1998, 280-284

y el planteamiento, información y conclusiones que al respecto ofrece GARRIDO, 2002, 40 y ss. y en especial para el caso español, 72-75). Es especialmente útil, en ese sentido, la reflexión que acerca de un posible modelo europeo de *corporate governance* contiene el preámbulo de los *Principios y Recomendaciones* elaborados en esa materia por la EASD, mayo 2000, 3 y 4).

Allí se nos dice que mientras que en los principales mercados americanos de valores (NYSE y NASDAQ), no es posible encontrar, en la mayoría de las sociedades cotizadas, un solo accionista titular de una participación significativa (5 por 100), en algunos de los principales mercados europeos continentales existe en la mayoría de las sociedades accionistas de control que alcanzan o superan el 50 por 100 del capital. La situación del mercado británico podría ser descrita como intermedia: existe un grupo importante de sociedades que presentan accionistas con participaciones en torno al 10 por 100, lo que constituye una vía para el control.

La primera conclusión es simple: los mercados americanos y los valores que allí se negocian son muy atractivos para la inversión temporal o financiera en la medida en que se ofrece una notable liquidez. Al inversor no le preocupa tanto lo que hace la sociedad, como la evolución de la acción. La ventaja de la liquidez del valor se atenúa con relación a sociedades en las que una parte significativa del capital permanece en las manos de grupos de accionistas que, por el contrario, están directamente vinculados con la actividad de la sociedad.

Si analizamos el interés social como criterio estratégico para los administradores, ha de tomarse en cuenta una segunda y sugerente observación que en dicho documento se realiza: esa estructura de propiedad

(atomizada o concentrada) traslada sus efectos directamente al control de los accionistas sobre los administradores. Mientras que la falta de control por la propiedad desplaza el poder a los ejecutivos que dominan a un débil Consejo de Administración y se benefician de la pasividad de los accionistas (individuales o institucionales), la existencia de grupos de accionistas de control se traduce en el correspondiente control por ellos del Consejo. El mayor valor de la empresa se convierte en el primer supuesto en una vía para que los ejecutivos dominantes de la gestión fortalezcan su posición y obtengan beneficios personales entre los que destaca la retribución referida a la evolución del valor. En el segundo caso, la maximización del valor no puede desplegar sus efectos en una forma similar: se trata de sociedades que no resultan atractivas por la menor liquidez de sus valores y en las que los intereses de los accionistas mayoritarios no pasan necesariamente por el mayor valor de la acción al término de cada ejercicio.

Mas las anteriores reflexiones sobre la diversidad de las posiciones de los distintos accionistas no impide concluir que en la sociedad cotizada la consideración del interés social como interés común y exclusivo de los accionistas pasa por la creación de valor en la medida en que ésta favorece por igual a todos ellos. No es discutible que en la sociedad cotizada el accionista es un inversor que actúa bajo el principio de rentabilidad, con independencia de que tal criterio opere desde perspectivas más o menos complejas en atención al perfil concreto de cada inversor. Es un criterio de pura conveniencia económica el que persigue el accionista (FERRARINI, 2002, 477-478), quien busca una inversión rentable ya sea por la vía de los dividendos, de la evolución de la cotización bursátil o, en fin, pudiendo desprenderse de su participación en condiciones más ventajosas con respecto

a la originaria inversión. Lo que no puede es pretender construirse un interés común de los accionistas a partir de criterios distintos de los expuestos o tratando de establecer otros intereses compartidos por todos ellos.

Al propio tiempo, la creación de valor es cierto que puede favorecer los intereses propios de la sociedad cotizada, si éstos se quieren contemplar de manera autónoma. En particular, la financiación de la empresa a través del mercado de valores tiene, en una gestión capaz de crear valor de manera rigurosa y diligente, su principal presupuesto (SCHMIDT, 2002, 806).

#### **E) La adopción de un modelo foráneo**

También puede motivar alguna duda el hecho de que la definición del interés social acogida entre nosotros por el citado *Informe Olivencia*, no esté sino reproduciendo una construcción propia de otros sistemas jurídicos, lo que de inmediato obliga a examinar en qué medida los principios legislativos vigentes en ellos se reproducen en el español. Apuntaba como segunda cuestión la de que la doctrina del *shareholder value* es, en definitiva, la recepción de una construcción acuñada en mercados cuyo sistema regulador presenta características notoriamente alejadas del nuestro. Obviamente, no es este el lugar para extendernos en la contraposición entre el modelo americano y europeo de regulación societaria; sin perjuicio de ello, sí ha de subrayarse que las discrepancias siguen siendo fundamentales (ENRIQUES/MACEY, 2002, 86-87 y ss. y 117-120). Es igualmente notorio que el origen de esa noción radica en el mercado norteamericano, en el que la regla general ha sido la exclusiva atención hacia los intereses de los accionistas en detrimento de los *stakeholders*.

Puede considerarse que hay un defecto en el presupuesto de partida en la adopción del criterio de la creación de valor como inspiración del concepto de interés social. El vicio radicaría en el intento por aplicar en términos sino uniformes sí próximos, un mismo modelo de supervisión o control de la gestión corporativa en los distintos mercados. Se considera que la estructura de propiedad de las grandes sociedades es esencialmente idéntica y que además existen otras circunstancias que legitiman el tratar de establecer en relación con todas ellas un mismo concepto del interés social. Tal posición de partida no es adecuada puesto que resulta evidente que son notorias las discrepancias que existen entre los distintos ordenamientos en este punto. Así como en algunos países la adopción del interés de los accionistas es sinónimo de interés social, no es menos cierto que en otros la interpretación de este concepto se abre a la toma en consideración de intereses distintos a los de los accionistas, pero que de alguna forma participan al igual que éstos en la aventura de la marcha de la empresa (RECALDE, 2002, 79-80).

Por otro lado es comprensible la orientación dominante en la actuación de los administradores de empresas estadounidenses a favor de la creación de valor como consideración esencial del interés de los accionistas como el objetivo de su actuación. Se ha señalado que los administradores de sociedades cotizadas en esos mercados están sometidos a una particular presión por parte de sus accionistas en la medida en que constantemente tienen que actuar con total transparencia frente a consejeros independientes, frente a los bancos de negocios, frente a los analistas de inversiones y, sobre todo, frente a los inversores institucionales a quienes quieren atraer hacia el capital de las empresas que administran. Se justifica plenamente la atención al

accionista en un mercado como el americano, en el que realmente la financiación empresarial se basa en gran medida en los mercados de valores, que son ciertamente competitivos en cuanto a permitir la creación de un genuino mercado de control (incluida la utilización de OPAs) y que además ponen en manos de los accionistas eficaces instrumentos procesales de exigencia de responsabilidad de los administradores (LOEWENSTEIN, 2002, 1673-1674, en donde sintetiza las diferencias entre los mercados americano y británico y los mercados continentales europeos). Por el contrario, a pesar de la variedad de sus respectivas legislaciones, los mercados europeos (probablemente con al excepción de Gran Bretaña) ofrecen un panorama radicalmente distinto. La atención hacia los intereses de determinados *stakeholders* está justificada por la propia estructura del gobierno corporativo, por el reconocimiento legislativo que esos grupos tienen en la legislación societaria, por la importancia de la financiación bancaria de las sociedades cotizadas, por la influencia que las Administraciones tienen (directa o indirectamente) sobre la gestión o la actividad de algunas sociedades o, en fin, por la relevancia de las grandes entidades de crédito como sociedades dominantes de grupos que comprenden a la mayor parte de las sociedades cotizadas en los mercados correspondientes. A ello se suma la falta de previsiones legales que confieran a los accionistas un poder efectivo de estrecha supervisión de los administradores. Las acciones de responsabilidad son escasamente viables. A diferencia de la efectividad que se atribuye a las *derivative actions* en el Derecho americano o de las acciones procesales que se reconocen a favor de los inversores, que fueron modificadas en 1995 precisamente para atenuar el uso abusivo que de las mismas se venía haciendo (sobre la cuestión y el alcance de la reforma, v.

BLACK/WEISSMAN/KROLL, 1996 117 y ss. y RIEMAN/ROSEN/ROSENFELD/SMITH, 1996, 143 y ss). Se entiende pues que, a pesar de que formalmente la invocación de los intereses de los accionistas sea habitual en el discurso de los administradores, estos se encuentran más preocupados por atender otros intereses que entienden que pueden influir de una manera más directa sobre su gestión.

Todo ello sitúa a los administradores de sociedades cotizadas americanas ante la obligación de tomar en cuenta con carácter preferente el interés de sus accionistas. La forma de hacerlo es la constante creación de valor a favor de éstos.

No pretendo en este punto ni reproducir las críticas hacia lo que esa influencia supone desde el punto de vista de su incompatibilidad con los sistemas normativos continentales (VELASCO SAN PEDRO, 2002, 3011 y ss.), ni siquiera tomar partido con respecto a algunas de ellas, sino subrayar que esa diferencia afecta evidentemente a algunos aspectos esenciales del Derecho societario vigente en aquellos mercados con respecto al nuestro. Baste con citar, a título meramente indicativo, el régimen del capital, que mientras entre nosotros se concibe como elemento patrimonial de primer orden, presenta unas características muy distintas en la legislación americana (ENRIQUES/MACEY, 2002, 86-87 y ss. y las conclusiones, pp. 117-120). Lo mismo cabe decir con respecto a los principios en materia de contabilidad, objeto de una intensa discusión a partir de casos que están en la mente de todos y que han desatado una crisis impensable sobre la validez del modelo americano.

Planteadas esas cautelas, no sería justo tampoco presentar la opción elegida por el *Informe Olivencia* a la hora de definir el interés social como una

mera traducción del modelo americano en ese punto. Que el citado Informe siguiera el criterio de la maximización del valor resultaba congruente con la que se nos presenta como una de las conclusiones presentes en su elaboración y que cabe enunciar como la “*internacionalización del régimen del gobierno corporativo*”: me limitaré en este punto a reproducir las palabras – singularmente autorizadas a la hora de expresar el criterio de la Comisión que llevaba su nombre– del Profesor Olivencia alertando sobre: “*la inexistencia de un modelo español que pueda aislarse en este ámbito, dada la clara tendencia a converger en estructuras de capital y en sistemas de gobierno impuesta por la globalización de la economía y la internacionalización de los mercados*” (OLIVENCIA, 2002, 1778). En esa misma línea, el *Informe Aldama* arranca de la integración de los mercados de capitales; v. *Informe*, pp. 7-8.).

Esa idea se confirma si llevamos a cabo una revisión de los distintos *Códigos* o informes en los que ha plasmado el movimiento del *Corporate Governance*, en los que encontraremos frecuentes referencias a la idea de la maximización del valor de la empresa. Sin embargo, sí es cierto que nuestro Código de Buen Gobierno es, sin duda, uno de los que de una forma más acusada tomó partido por vincular tal criterio con el interés social a cuya satisfacción debe orientar sus esfuerzos el Consejo de Administración. El movimiento europeo en este punto ha optado por fórmulas más tibias o, incluso, por cuestionar abiertamente la idea acerca de que dar el mayor valor posible al accionista sea el interés social exclusivo en la sociedad cotizada. Ha de recomendarse la lectura de los aspectos generales que sobre este punto incluye el documento impulsado por la Comisión Europea, *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States. Final Report* (sobre el mismo, v. ALONSO LEDESMA, 2002, 129 y ss.).

## F) A favor y en contra de la *shareholder value*

Al ofrecer una explicación o justificación de la doctrina del valor para el accionista he dejado dicho que ésta parece razonable desde una perspectiva financiera. La aproximación jurídica apunta, sin embargo, a una serie de ideas cuya compatibilidad con la creación de valor no se advierte tan sencilla. Se trata de analizar, como cuestión inicial, si tal criterio es jurídicamente admisible, juicio que resulta evidente que ha de preceder a otras opiniones que atiendan a si la creación de valor es una opción válida desde el punto de vista económico o social.

Aun cuando creo que se puede afirmar que la cuestión no ha sido objeto de un examen exhaustivo entre nosotros, no es menos cierto que contamos con algunas opiniones que ya nos sirven para advertir la importancia de la cuestión. Así, siguiendo un criterio puramente histórico, debo citar aquí la inicial crítica a la posición adoptada en el apartado 1.3 del *Informe Olivencia*: se habla de una contravención de “*un aspecto esencial de nuestro modelo constitucional-económico de sociedad*” o de la vuelta a un concepto del interés social “*como el interés exclusivo del capital*” (ALONSO UREBA,1999, 105-106). Aun cuando no lleve a cabo un desarrollo de tan contundentes argumentos contrarios a la opción a favor del valor para el accionista, en esa posición se atisban ya ideas que sitúan el problema que nos ocupa en un ámbito especialmente amplio: no se trata sólo de un problema de ordenación societaria, sino de una opción reguladora que puede implicar la revisión de principios económicos constitucionalmente consagrados. Con ello se está planteando una radical enmienda a la adopción del valor de la acción como el núcleo del interés social a cuya consecución han de consagrar sus esfuerzos

los administradores de las grandes sociedades anónimas. También se ha dicho que la exclusiva búsqueda de la creación de valor conduce a ignorar principios constitucionales por todos conocidos –la función social de la propiedad y de la libertad de empresa- así como a primar operaciones especulativas (VELASCO SAN PEDRO, 2002, 3.015-3.016).

Hechos recientes han permitido otras opiniones contrarias a la que titula “*canonización*” de la maximización del valor por medio del *Informe Olivencia* (SÁNCHEZ ANDRÉS, 1994, 18-20). Como se indicó, su posición viene respaldada por la observación de lo que cabe enunciar como la degeneración de la creación de valor, que ha tenido en la abusiva retribución de los administradores vinculada con ella una de las causas de su descrédito. La traducción del interés social a la cotización es cuestionable no sólo por cuanto prima la evolución inmediata de la actividad de la sociedad sobre la que se pueda producir a medio o largo plazo, sino porque desde el punto de vista jurídico reclama dos correcciones necesarias a partir de la adecuada observación del régimen informativo y contable. De acuerdo con esa opción la disciplina del mercado de valores resulta incompatible con “*creaciones*” de valor que comportan una deficiente información. No se trata de que la información facilitada resulte deficiente, sino que la que se ofrece enmascara, en no pocas ocasiones, operaciones que suponen un consciente abandono de principios contables que no puede ignorar un diligente (que en ese caso lo será por prudente) administrador.

A las anteriores críticas cabe contraponer las opiniones en defensa de la vinculación entre el interés social y la idea del mayor valor para el accionista. Lógicamente he de comenzar por la cita de OLIVENCIA, quien esgrime el propio tenor literal del Informe que lleva su nombre a la hora de

conectar la definición del interés social a partir del valor para el accionista con la consideración de otros intereses y criterios que igualmente han de ser observados por los administradores (OLIVENCIA, 2002, 1.793-1.795).

En ese mismo sentido se ha manifestado PAZ-ARES (2002, 1.805 y ss. y, en especial 1.807-1809). No se trata, sencillamente de la lógica y coherente asunción por el citado autor del resultado de los trabajos de una Comisión de la que formó parte, sino de ofrecer los argumentos que justifican esa opción. De acuerdo con su opinión, y partiendo de que la interpretación del interés social o el interés de la sociedad se identifica básicamente con el de los accionistas, lo que se nos dice es que la teoría del valor de la acción no es sino una depuración de aquella interpretación del interés social. A esas ideas se añade otra que es no menos trascendente –que como ya vimos también aparece recogida en el *Informe Olivencia*- y que es la de considerar que la aplicación de esa doctrina de la maximización del valor de la empresa no supone desconocer la defensa de otros intereses igualmente afectados por la marcha de la sociedad: la satisfacción de aquel criterio benéfico para los accionistas ha de implicar la coincidente atención hacia los demás intereses de otros grupos de sujetos igualmente vinculados con la marcha de la sociedad. Termine igualmente la referencia a esa posición resaltando otra reflexión que me parece igualmente oportuna a la hora del adecuado planteamiento del problema que nos ocupa y que ya ha aflorado en anteriores apartados. La opción por el interés social plasmada en el *Informe Olivencia* se corresponde con la concepción contractual de la sociedad, mientras que una orientación institucional es la que abona un interés social en el que convergen los intereses de los accionistas y también los de sujetos tales como los trabajadores, los proveedores, los clientes y otros.

De una sucinta exposición de las aportaciones doctrinales que han abordado directamente la determinación del interés social en el *Informe Olivencia* se deduce que, en efecto, son varias e interesantes, las cuestiones jurídicas que resultan afectadas.

### **G) Críticas y riesgos de la solución financiera**

En este punto creo oportuno profundizar en algunas de las críticas que admite la vinculación entre la gestión de las grandes sociedades y la maximización del valor de la acción.

#### *1. El "fracaso" de la solución financiera.*

Las reacciones producidas entre nosotros no difieren de las posiciones que se advierten en la doctrina comparada. En particular, las críticas que se apuntan hacia el valor para el accionista reproducen las que ha generado el mismo debate en otros Estados europeos (BUSSE VON COLBE, 1997, 289-290 y KUHNER, 2004, 244 y ss.). Creo que es preciso subrayar que algunas de esas críticas incurren en una simplificación del expresado criterio. Dar valor al accionista no es expresión de una ideología que exaspera la exclusiva protección de los titulares del capital, sino la advertencia de que la rentabilidad por esa vía es una exigencia a toda sociedad cotizada que admite participar en la competencia propia de los mercados de valores internacionales. Aun cuando pueda parecer un tanto elemental, el adecuado planteamiento del problema empuja a recordar cuál es el origen de esa orientación o comprensión financiera del interés social. No estamos ante una mera construcción teórica acogida por las sociedades cotizadas. Se trata más

bien de la repercusión que sobre la concepción del interés social tiene la creciente demanda de financiación por las empresas a través de los mercados de valores, abandonando otras vías tradicionales, lo que ha tenido un impacto evidente sobre la propiedad de las empresas cotizadas y sobre la propia conducta de los accionistas (SEIBERT, 2002, 418).

Al propio tiempo, recordemos que los creadores de esa orientación sostienen que dar valor al accionista no es incompatible con la protección de los grupos de intereses distintos de los atribuibles a los accionistas. Es un hecho evidente que sólo las sociedades rentables son aquellas que a largo plazo mantendrán el empleo y que lo harán en unas condiciones satisfactorias. También lo es, sin embargo, que la vía para la rentabilidad pasa con frecuencia por una reducción de costes que se traduce en la inmediata pérdida de gran número de empleos. De ahí que siga pareciendo cuestionable esa pretensión de que la administración de una determinada sociedad sea capaz de satisfacer simultáneamente todos los intereses afectados por su actividad. Frente a esa pretensión utópica, no cabe desconocer la complejidad que para los administradores supone la constatación de que sus decisiones inciden sobre muchos (en cantidad y diversidad) intereses y que han de optar, en mayor o menor medida, a favor de unos y en detrimento de otros. En el orden teórico cabe proclamar que la buena gestión es aquella que lleva al máximo grado de satisfacción posible los intereses antitéticos de quienes participan en la organización empresarial (en su actividad productiva o como destinatarios del resultado de esa actividad; ROMAGNOLI, 2002, 351-352). Pero esa proclamación topa en la práctica con la evidencia de que la atención preferente de determinados intereses esencial para la continuidad de la actividad empresarial. En el caso

de la sociedad cotizada, esa preferencia ha de referirse a los inversores, cuya tutela inspira la idea de la creación de valor. Tutela que se inserta en una política general favorable a la primacía de la consideración de los inversores, precisamente en aquellos casos en los que la apelación a la inversión se había convertido en un criterio generalizado de la política económica. En esa reflexión se adivina la relación entre la generalización de la protección del accionista y los grandes programas privatizadores desarrollados en numerosos Estados europeos, destacando el caso español.

En segundo lugar, es preciso también recapacitar sobre cuál es la función del interés social. Estamos ante un concepto de organización societaria, cuyos efectos no puede pretenderse que alcancen a las condiciones contractuales establecidas con determinados *stakeholders* o la efectividad de los derechos que a favor de estos resultan de disposiciones legales. Aun cuando la diligencia de los administradores comporta tanto el cumplimiento de las leyes como la atención del interés social, uno y otra no deben confundirse, a pesar de la relación que entre ambos establecen con frecuencia los *Códigos* de buen gobierno. La protección a derechos de los *stakeholders* no es función propia del Derecho de sociedades anónimas, sino de otras disposiciones (las laborales, las concursales, etc.).

El criterio de creación de valor también puede ser visto con recelo en la medida en que suponga abocar la gestión de la sociedad a una presión que a la postre puede poner en riesgo valores esenciales del régimen de las grandes sociedades y de los mercados de valores. Dos ideas generales abonan esa posición. En primer lugar, puede sospecharse que el valor para el accionista implique un riesgo para el principio de imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la sociedad [arts. 34 c), C.Co., y

172.2 LSA]. El segundo reparo atiende al principio de continuidad y conservación empresarial. Se reprocha al criterio del valor para el accionista que de un lado, vincula la gestión societaria con un parámetro -la cotización bursátil- ciertamente cuestionable en cuanto a su fiabilidad como expresión de la situación patrimonial de la sociedad y acreditadamente vulnerable a actuaciones estrictamente especulativas. De otro lado, ese criterio impone una visión a corto plazo de los resultados de la sociedad, puesto que en aras del favorecimiento al accionista a través del mayor valor de su inversión, se puede ver amenazada la propia continuidad de la sociedad, que es en algunos casos expresamente invocada como la misión esencial de los administradores (así lo hacía el Informe Vienot, (1995, p. 5) y hace el *Informe Aldama*, pp. 27 y 32: “La Comisión quiere insistir en la misión de todos los miembros del Consejo de defender la viabilidad a largo plazo de la empresa, así como en la unidad de acción de todo el Consejo en la protección conjunta de los intereses generales de la sociedad y en la obligación de todos los consejeros de cooperar en ese sentido”).

Ha de reconocerse que esas críticas se remontan a los inicios de la dominante irrupción del *shareholder value* en los distintos mercados de valores, pero que ha sido la generalizada crisis de esos mercados la que motiva que hoy sean más y más severas las opiniones que denuncian el error de equiparar el interés social con la constante revalorización de la acción. Quizás convenga reflexionar en qué medida no están alertando sobre un problema de gran calado: no estamos ante una simple cuestión financiera (qué intereses patrimoniales deben ser los beneficiarios de la gestión desarrollada en las empresas cotizadas), sino ante la expresión de una determinada política legislativa y económica. La creación de valor no plantea

simplemente una posible orientación para los administradores sobre cómo atender al interés social, sino que obliga a revisar la eficacia del régimen del buen gobierno societario. En especial, la exigencia de una mayor información y transparencia empresariales constituye un primer paso para impedir la degeneración del criterio expuesto (v. CEOE *Competitividad en España, problemas y propuestas de mejora*, pp. 11-12: “Uno de los principios más importantes que hay que recuperar es el de la creación de valor para el accionista a largo plazo, evitando aquellas actuaciones que en el inmediato pasado han pretendido a cualquier precio hacerlo a corto plazo utilizando medidas de maquillaje de la situación real de las empresas”).

En el momento actual no parece desacertado describir la situación como la de la búsqueda de un remedio a un deficiente funcionamiento de los mercados de valores y de las sociedades que en ellos participan. La progresiva llegada a los mismos a lo largo de las últimas décadas de grandes empresas que atraían cantidades ingentes de ahorradores ofrece un paisaje después de la batalla ciertamente desolador. Buena parte de esas empresas ha caído y lo han hecho con una dramática e inversa proporcionalidad: sus crisis han generado problemas concursales y sociales de dimensión correspondiente a la que alcanzaron en los mercados bursátiles en épocas de bonanza. Los mercados de valores son vistos con un general recelo, que fácilmente puede contagiar a las entidades supervisoras.

La ocasión ha llegado para quienes sostienen que no cabe dejar en las exclusivas manos de los mercados la gestión de intereses que afectan a la generalidad de los ciudadanos, reclamando una intervención estatal (v. un planteamiento general en LIEBERMAN/NESTOR/DESAI, 1997). Dicho con una mayor claridad, es el deficiente funcionamiento de aquellos –que sobre todo

se ven afectados por una crisis ética- el que acabe por poner en jaque el propio sistema económico (una síntesis de esa posición crítica puede leerse en ESTEFANÍA, 28 de julio de 2002, 1-4). El riesgo que comporta la veneración interesada de la creación de valor es conocido: se atiende a la inmediata evolución de la acción y se desprecia cuál es la real evolución de la actividad empresarial que aquella representa. La referencia a la "burbuja" financiera o especulativa es acertada por su capacidad descriptiva. Se denuncia que los aspectos financieros se habían ubicado en un ámbito cada vez más aislado de los factores empresariales y que la falta de definición normativa de lo que debe ser el interés social se utiliza para reducir esa noción a los intereses de los accionistas y, con ello, alejarla por completo de otros intereses vinculados con la empresa.

Mas esa descripción no es, en mi opinión, suficiente para describir la evolución del problema. Ante todo, por cuanto la experiencia ha revelado cómo una interpretación del interés social a favor del accionista, no solo no resultaba favorable para éste, sino que se utilizaba, directamente en contra de sus intereses.

## *2. Valor de la acción e incremento patrimonial*

Para analizar hasta qué punto esas críticas tienen fundamento, conviene admitir que el valor para el accionista solo debería ser posible allí donde la actividad empresarial de lugar a un incremento estable del patrimonio neto de la sociedad. Tal incremento debe tener su fundamento en los resultados del ejercicio, con independencia de la traducción favorable que los beneficios acaben teniendo para el patrimonio de la sociedad o sus

accionistas (constitución de reservas, distribución de dividendos, etc.). Ésta es la posición adoptada por el *Informe Aldama* y que creo que es acertada (p. 22).

El problema surge cuando la actividad ordinaria de la sociedad no genera un incremento patrimonial significativo. La presión del mercado hará que los administradores entiendan que tienen que favorecer a sus accionistas haciendo que el valor de la empresa aumente por otras vías. Surge así lo que puede describirse como la realización contable (ya no patrimonial) de la creación de valor. Estamos, en todo caso, en el terreno de una creación ficticia, siempre rechazable en cuanto implica alejar el precio de la acción de la evolución del valor de lo que ésta representa, que es un derecho de participación en una sociedad cuyo patrimonio permanece igual o se ve reducido.

Los administradores buscarán que el valor de la empresa sea mayor a partir de operaciones extraordinarias, como puede ser la afloración de reservas ocultas (el ejemplo más sencillo apunta siempre a la utilización de los inmuebles para sustituirlos en el activo por la tesorería generada con su venta a terceros), la enajenación de activos que se dicen improductivos, la aplicación de criterios contables que permitan eludir pérdidas, la utilización de elementos como el fondo de comercio, la activación en el balance de gastos, los apuntes referidos a I + D, etc. o, en lo que sin duda constituye un salto cualitativo, en operaciones de crecimiento (adquisiciones o fusiones). Lo que cabe exigir ante esas situaciones es que el principio de transparencia informativa comporte para los destinatarios de esa información un adecuado conocimiento de cuáles son las operaciones sobre las que los administradores rinden esas cuentas que pretenden reflejar también un mayor valor de la empresa. En suma, que esa información permita establecer de manera

inequívoca cual es la relación entre ese mayor valor y el resultado del ejercicio o, alternativamente, hasta qué punto ese incremento del valor no pasa de constituir un supuesto de utilización de los “*valores ocultos*” dentro de las cuentas anuales de la sociedad (al respecto, v. la investigación reciente de DE TORRES ZAPATERA, quien ofrece algunas reflexiones directamente vinculadas con la cuestión analizada desde otra perspectiva, que resulta de la formación de reservas arbitrarias ocultas: 2002, 275-276).

El mercado y todos los interesados de una u otra forma en la marcha de la sociedad y en el valor de la acción deben de estar en condiciones de determinar a partir de la información disponible si, en rigor, asisten a un incremento de valor o, en fin, a simples operaciones de generación de liquidez a partir de elementos patrimoniales que ya estaban en el patrimonio de la sociedad, o que comportan un aumento de tamaño que no ha de suponer un indiscutible incremento del valor, sino más bien una actualización del mismo.

El riesgo de ese tipo de operaciones contables aparece hoy en día como un preocupante síntoma del mal funcionamiento de los principales mercados. Baste con citar a estos efectos la sucesión de noticias que alertan sobre nuevas iniciativas de la SEC y de otras entidades supervisoras a partir de prácticas contables irregulares. Esas correcciones implican, cuando menos, la advertencia de un doble fiasco: el de las normas que regulan la información contable y el de la propia actividad supervisora.

### *3. El crecimiento del valor a través de operaciones extraordinarias*

El problema es de mayor gravedad cuando, sobre todo a través de determinadas prácticas contables y, en definitiva, de maniobras más o menos complejas para ocultar la información sobre las operaciones que han conducido a un teórico mayor valor de la empresa, los administradores deciden cruzar la línea que marcan no sólo reglas deontológicas, sino normas imperativas con renuncia implícita a los criterios de prudencia y de continuidad, que se ven postergados por la acuciante preocupación por superar el momento actual. Esa decisión se traducirá en operaciones de revalorización puramente contable del patrimonio de la sociedad o de reducción no menos ficticia de las pérdidas o pasivos por medio de su atribución a sociedades que no están incluidas en los estados consolidados y que, en no pocas ocasiones, han sido expresamente constituidas con ese propósito. Las *“Special Purpose Entities”* alcanzaron un desarrollo insólito en las sociedades americanas como forma de situar fuera de balance deudas por importes significativos (v. referencia a la investigación de la SEC en AG 12, 2002, R-454). Esto explica la reacción legislativa tendente a tomar en cuenta esas entidades, constituidas con frecuencia para la simple transmisión de riesgos, a la hora de incluirlas en el ámbito de la consolidación (es de especial interés la solución adoptada para las entidades de crédito por la norma cuadragésima sexta, apartado 5, de la Circular 4/2004 del Banco de España, de 22 de diciembre). Otro tanto cabe señalar con respecto a los anuncios de beneficios que, tras haber contribuido a la revalorización de la acción, se constata que eran absolutamente infundados. Son prácticas que la realidad ha certificado como causantes en el breve plazo de crisis empresariales de gran dimensión, facilitadas en buena medida por el propio régimen contable. A este respecto no puede dejar de subrayarse el impacto que para la creación de

valor puede suponer el tránsito de los principios contables basados en la prudencia valorativa [cfr. art 38.1, c) C.Co.] hacia nuevos principios de valoración que admiten un mayor grado de subjetividad. Como es conocido, a partir de enero de 2005 se ha establecido la aplicación por las sociedades europeas de las Normas Internacionales de Contabilidad. El *Informe Aldama* se hizo eco de esta previsión y expresó un cierto recelo (v. *Informe*, pp. 14-15).

Otro riesgo que ha de ser conjurado es el que toma en cuenta la tentación de influir sobre la cotización de las acciones. Aquí vale tanto reivindicar la importancia que tienen la adecuada regulación y supervisión de todo tipo de negocios sobre las propias acciones, como la de cualquier otra práctica destinada, en último término, a sostener o incrementar de forma artificial el valor de la acción. Cabe denunciar tanto la manipulación de las instituciones de inversión colectiva controladas por la propia sociedad cotizada o por entidades vinculadas con ella, como operaciones de permuta, participaciones recíprocas, etc. Nos movemos en un amplio catálogo de prácticas que pueden caer incluso bajo el ámbito de aplicación de normas penales o que, precisamente por su carácter innovador, pueden quedar impunes por carecer de una adecuado tratamiento legislativo.

Por último, una de las vías más directas para el crecimiento del valor de la empresa viene constituida por las operaciones de lo que se ha dado en llamar el "*crecimiento orgánico*". Y en un lenguaje menos alambicado, aquellas variables de lo que conocemos por fusiones y adquisiciones. Siendo diversas las justificaciones que dentro de la estrategia empresarial se suelen desplegar a la hora de justificar tales operaciones que afectan a sociedades cotizadas, entre ellas aparece con frecuencia la creación de valor para los accionistas, que los economistas nos explican que cabe alcanzar por varias vías (CUERVO

GARCÍA, 2001, 68 y ss ), así como advierten, a partir de una observación de la real evolución de las empresas afectadas, que tras esas justificaciones aparentes de la operación, se adivinan otras razones, que son las que con frecuencia han determinado la decisión y que convierten en principales beneficiarios a los directivos y a los accionistas de control (CUERVO GARCÍA, 2001, 77-79 y la bibliografía que allí se cita).

#### 4. *La creación de valor que favorece sólo a los administradores*

Una de las afirmaciones más frecuentes cuando se aborda la noción de la maximización del valor es la que atiende a la utilización de las *stock options* (SÁNCHEZ ANDRÉS, 1994, 29-32). Ciertamente es que la doctrina que nos ocupa ha abordado la participación en la creación de valor por esa vía con respecto a los trabajadores en general (WAGNER, 2001, 190-191), mas es lo cierto que la crisis de esa conexión se ha agudizado precisamente en cuanto ha degenerado en algunos, repetidos y notorios supuestos de enriquecimiento de los administradores. El hecho de referir en forma significativa la retribución de los administradores a valores de la sociedad y a la evolución de su cotización se presenta como un compromiso de los administradores con la creación de valor y, en consecuencia, con la ya indicada confluencia de intereses entre estos y los accionistas (WOLLBURG, 2004, 646 y ss.). Sin embargo la experiencia ha revelado que lejos de producirse esa confluencia, el dar valor a la acción puede convertirse en una evidente pugna entre los intereses de los accionistas y los propios de los administradores, hasta el punto de que se proyectan medidas específicas destinadas a solucionar esa

situación (PITT, 4 de abril de 2002, 4), o se reclama directamente su supresión en sociedades cotizadas (VOLCKER, 2002, p. 12).

Así sucederá en toda situación en la que la conversión de las opciones sea una posibilidad de la que dispone el administrador en periodos breves de tiempo, lo que hará que su interés por crear valor en la mayor medida posible se corresponda con esa expectativa de ganancia, aun cuando con ello pueda perjudicar los intereses del accionista. Así lo denunciaba ante el Comité del Senado de Estados Unidos el representante de un importante inversor institucional, quien señalaba: *“la dramática reducción de los dividendos es un resultado directo de tan gran atención hacia las stock options. Cada dólar por acción pagado a un accionista como dividendo reduce el valor de la empresa en otro. ¿Alguien se puede sorprender de por qué los ejecutivos encuentran muchas razones para justificar una reducción o eliminación del dividendo?”* (BIGGS, 27 de febrero de 2002, 7).

La solución pasa, como tantas veces, por la transparencia, es decir, por someter los planes de opciones sobre acciones al control de los accionistas y además por hacer que éstos supongan un compromiso a largo plazo con la rentabilidad de la sociedad. Con ello se corregirá la tendencia advertida en ciertas sociedades de realización de valor como fórmula para el enriquecimiento del gestor en detrimento de la satisfacción de los derechos del accionista. Esta concreción se admite tanto en los anuncios de relevantes empresas que habrían decidido, en una típica reacción pendular colectiva, *“volver a los dividendos”* en detrimento de la creación de valor, como en el acogimiento de ese criterio en trabajos influyentes (*Informe Winter*, pp. 64-66).

El problema parece haber sido especialmente considerado por el *Informe Aldama*, que ha precisado cuál ha de ser el correcto funcionamiento de

la creación de valor como vía para satisfacer el interés social y como criterio de evaluación de la conducta de los administradores. Lo ha hecho de una forma que permite vincular el deber de diligencia con una creación de valor que ha de tener un reflejo en los beneficios del ejercicio y que no puede estimarse “*ni única ni principalmente*” con la cotización bursátil. A su vez, el deber de lealtad ha de primar en lo relativo a la distribución de ese valor, obviamente anteponiendo los intereses de los accionistas a los de los propios administradores (*Informe Aldama*, p. 22). Se pone de manifiesto que el debate sobre el buen gobierno incide también en una recapitulación sobre la vigencia del deber de lealtad (o fidelidad) en el Derecho de las sociedades de capital (MERKT, 1995, 423 y ss.; LUTTER, 162, 1998, 164 y ss. y HENZE, 1998, 186 y ss.)

##### 5. OPAs y creación de valor

Quedó expuesto el argumento (uno de los fundamentales de la teoría que nos ocupa), según el cual la creación de valor es una adecuada solución para eludir cambios en el control y en la gestión. Una vez más, nos encontramos ante la sorprendente -por pacífica- aceptación de una afirmación que, resultando justificada en otros mercados en los que las OPAs sí se han revelado como un activo instrumento de cambio de control, no lo es tanto en el nuestro en el que tal aptitud de las OPAs no se ha comprobado. De acuerdo con ese discurso, se advierte que una insuficiente creación de valor es el presupuesto de una OPA, si bien la realidad nos enseña que tan elementales planteamientos pueden ser utilizados en su beneficio por los administradores, que en ocasiones, rechazan una OPA alegando que ésta “*no reconoce el valor real de la empresa*”, fórmula generalmente empleada por los

Consejos al hacer su informe preceptivo en contra de la oferta. Se convierte así la propia incapacidad de los gestores para que la cotización reflejara ese valor no reconocido, en un argumento de defensa de su gestión.

En todo caso, uno de los escenarios en los que la discusión en torno al interés social cobra especial intensidad es el de la presentación de una OPA. Los motivos para ello son fácilmente perceptibles. El cambio de control que dicha oferta comporta es, en sí mismo, un hecho que obliga a examinar su compatibilidad con el interés social. La sustitución de los accionistas de control suele comportar consecuencias directas sobre los distintos grupos vinculados con la marcha de la sociedad objeto de la oferta, repercutiendo de manera distinta sobre los intereses de los que son titulares. Sin perjuicio de ese diverso impacto, si conectamos la evaluación del interés social con referencia a los intereses de los accionistas, se ha destacado cómo los beneficiarios del régimen de las OPAs suelen ser los accionistas vendedores – destinatarios de la oferta y a quienes se ofrece una ganancia por la pérdida de esa condición- en detrimento de los actuales accionistas que deciden permanecer y de los nuevos accionistas (JAEGER, 2000, 800). De acuerdo con tal opinión, el interés social al que se habría apuntado creando valor hasta ese momento se alcanzaría sólo abandonando la sociedad y traduciéndose en una ganancia líquida para el accionista vendedor. Se ha criticado esa posición, advirtiendo que la creación de valor se traduce en ventajas para el accionista por otras vías distintas que la que depende de la formulación de una OPA y que no comportan necesariamente la simultánea pérdida de la condición de accionista (conforme con FERRARINI, 2000, 477).

Uno de los principios esenciales de la regulación en materia de OPAs lo constituye la denominada *passivity rule*, cuya justificación más evidente es

la de que la valoración de la OPA se haga desde la escrupulosa consideración de su incidencia sobre el interés social, entendiendo que éste es el de los accionistas destinatarios de la oferta y que habrán de ser éstos los que deberán adoptar la decisión final sobre la oferta (FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA/SÁNCHEZ ÁLVAREZ, 2002, 231). Como dice la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, en su art. 3.1, c), es un principio general del régimen de toda OPA que el órgano de administración obre en defensa “de los intereses de la sociedad en su conjunto” y que no llegue a “denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta” (v. también art. 9.2). A los administradores se les impone el respeto de ese interés como fórmula que evita que sean sus intereses y los accionistas vinculados con estos los que determinen la respuesta de la sociedad afectada. Esto sirve tanto para quienes rechazan como para quienes apoyan la oferta (LANGE, 2002, 1737 y ss.)

Pero más allá de lo que significa una OPA para los accionistas, el cambio de control influirá también sobre los intereses de los demás *stakeholders*. A ese respecto, resulta esencialmente significativa la opción adoptada en la reciente propuesta de Directiva comunitaria en materia de OPAs que incluye una consulta a los representantes de los trabajadores a partir de la presentación de la OPA. La especial consideración hacia los trabajadores en la Directiva 2004/25/CE, está más que justificada si se recuerda que uno de los motivos invocados por el Parlamento Europeo al rechazar la Propuesta precedente apuntaba a “la insuficiente protección ofrecida por la Directiva a los empleados de las sociedades en caso de oferta pública de adquisición”, según subraya la Exposición de Motivos de la Directiva. En concreto, el artículo 9.5 de la Directiva requiere de los administradores la

elaboración de un dictamen que examine el impacto de la oferta “*en particular, en cuanto a sus repercusiones sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo*”, así como que, en el supuesto de que los representantes del personal hubieren elaborado una opinión acerca de esas repercusiones, lo incorporen al dictamen de los administradores. Por su parte, el art. 14 deja a las legislaciones nacionales (en especial a las adoptadas de acuerdo con las varias Directivas referidas a la información y participación de los trabajadores, que enuncia el considerando 23 de la Directiva) la información y consulta de los trabajadores de las sociedades implicadas en la OPA. Mas ese dictamen no implica desplazar el poder de decisión que, como se indicó, se atribuye en último término a los accionistas.

## **VII.- LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA**

Llegamos así al otro lado de este trabajo. A lo que suele presentarse, con cierto fundamento, como la reacción frente al modelo basado en la sola y exclusiva consideración de los intereses de los accionistas, que dejan paso a una configuración y presentación de las empresas que proyecta especialmente su dimensión social. Al analizar este concepto nos encontramos con no pocos argumentos que ya provocó el tratamiento de la figura de la creación de valor. Así, resulta obvio que nos adentramos también desde esta perspectiva en la revisión de la función de las empresas, que en este caso debe considerar a una pluralidad de intereses y que se define desde la perspectiva empresarial, antes que desde la exclusiva visión societaria. Mas esa indagación parte de un concepto sumamente impreciso, cuya concreción jurídica se ve dificultada por la indeterminación del concepto, su

aplicación a una variedad de situaciones y, en fin, la expresión de una responsabilidad que debe ser atribuida a un sujeto concreto.

Si comenzamos fijándonos en el adjetivo, lo “*social*” admite varias interpretaciones. Es conocida la invocación de una Economía social, que ofrece a los agentes económicos soluciones alternativas a la utilización de sociedades de capital. En dicho concepto se engloban todas esas fórmulas societarias tradicionales (p.e., cooperativas) o más recientes (el caso de las sociedades anónimas laborales) que sirven para atribuir la titularidad de una actividad a entidades que, en lugar de tutelar de manera singular el capital social y a sus titulares, consideran de manera preferente otros intereses. Por otro lado, es conocido que determinadas entidades tienen atribuida por ley una función de atención social, que supone de manera inequívoca la aplicación de una parte sustancial del resultado del ejercicio a la realización de una “*obra social*”, siendo ésta a su vez reivindicada como una nota esencial del estatuto de esas entidades. Se trata, como es notorio, de las cajas de ahorros a las que su régimen legislativo impone ese deber en términos inequívocos (v. arts. 21-23 del Real Decreto 2290/1977, de 27 de agosto, de regulación de los órganos de gobierno y de las funciones de las cajas de ahorro). Algunos rectores de cajas de ahorro vienen reivindicando la obra social como rasgo definidor de las mismas y, por ello, han criticado que otras entidades de crédito se aproximen a una práctica coincidente por medio de la responsabilidad social.

No menos genérica es la referencia a la acción social de las empresas o en las empresas. Un entendimiento razonable de dicho término nos lleva a analizar desde la perspectiva jurídico-laboral cuestiones tan debatidas como el reconocimiento del derecho de participación y cogestión de los

trabajadores en la empresa (GARCÍA/PRIETO, 2004, 79 y ss. y 101 y ss., entre otras). Junto a ése, la interpretación de una acción social “clásica” apunta a otro tipo de prestaciones también en el ámbito de la relación laboral (GARCÍA/PRIETO, 2004, 283 y ss.). Pero en el lenguaje empresarial contemporáneo, esa acción excede los límites laborales y se orienta hacia otros destinatarios.

Lo cierto es que es la propia sociedad el sujeto responsable. Por eso se habla de una responsabilidad que, además de social, es corporativa. Lo primero indica la naturaleza de la responsabilidad, su función, y no se refiere a la sociedad mercantil, sino a la comunidad o sociedad humanas en las que aquella opera. Es una responsabilidad de la persona jurídica. No es de sus administradores, ni de sus accionistas. De lo que se deriva de inmediato las cuestiones básicas que siempre conlleva la afirmación de una responsabilidad: ¿quién es el acreedor de esa responsabilidad? De existir ¿cuáles son las consecuencias de su incumplimiento?

La responsabilidad social suele definirse más fácilmente diciendo lo que no es, antes que concretando su esencia. Suele existir coincidencia en la descripción de la misma como la orientación de la actividad y de los resultados de la sociedad hacia intereses distintos de los de sus accionistas. Utilizando la terminología al uso, esa corriente toma en especial consideración a los *stakeholders*, que pasa a integrar de manera esencial la “*estrategia*” corporativa (PRICE WATERHOUSE COOPERS, 2003, 20-22). Así, los grupos de interés afectados por la marcha de la sociedad deberían ser atendidos: es el caso de los trabajadores, de los clientes, de los proveedores, etc. Ahora bien, si atendemos a algunos ejemplos concretos de práctica de responsabilidad social, vemos que ésta se extiende más allá de esos grupos y

que acaba acogiendo variadas iniciativas que tienen como nota común la atención hacia grupos más amplios de sujetos, derechos o intereses, inicialmente alejados de la actividad de esa sociedad, pero respecto de los que ésta adopta iniciativas claramente beneficiosas. De esta forma, dentro de la actuación social de las empresas tienen cabida medidas vinculadas con el reconocimiento y la vigencia de los derechos humanos, de defensa y promoción de todo tipo de minorías, de vinculación entre las sociedades cotizadas y la comunidad en cuyo seno actúan. A título meramente indicativo, se observa cómo la responsabilidad y la acción sociales se invocan tanto a la hora de tutelar la infancia (ante el riesgo de explotación laboral), como las minorías raciales, la igualdad de género, la protección del medio ambiente o la inserción laboral de los discapacitados. Esto provoca un riesgo de confusión entre lo que es una responsabilidad social y la actuación filantrópica de la empresa, como también se ve incrementado ese riesgo cuando se constata una intervención pública directa orientada a este tipo de responsabilidad. Al respecto, destaca el ejemplo de la creación de un departamento gubernamental británico dedicado a la responsabilidad social corporativa.

El contenido heterogéneo de la responsabilidad social no hace sino aumentar y no facilita la comprensión de esta nueva tendencia como un problema societario estricto o como una orientación con un alcance muy superior, que lo que viene a plantear es que la actuación de las grandes corporaciones debe combinar la atención a los intereses patrimoniales o financieros particulares con la correspondiente hacia intereses generales. Cuestión cuya novedad es, como hemos repetido, relativa, pero cuya vigencia radica sobre todo en el alcance de las medidas que se proponen y

que hace que esa vinculación entre lo privado y lo público se plantee en todo tipo de mercados y bajo sistemas de ordenación económica manifiestamente divergentes (v., por ejemplo, FAIRFAX, 2004, 199). Planteamiento éste tremendamente inseguro, puesto que parte de una distinción entre intereses -privados/públicos o particulares/generales- notablemente imprecisa. Los intereses de varios cientos de miles de inversores que, sobre todo mediante inversión colectiva, coincidan en el capital de una misma sociedad cotizada ¿son particulares o generales?

La proliferación de contenidos a los que pretende vincularse la responsabilidad social no facilita su delimitación como un elemento ordenador de la vida corporativa. Desde un punto de vista normativo, nos encontramos con múltiples propuestas que, dada la conexión existente con el cumplimiento de fines propios de organizaciones internacionales, tratan de fijar un marco regulador a ese respecto. En segundo lugar, no han faltado propuestas que conducen a un reconocimiento en los ordenamientos nacionales de la responsabilidad social, que de esta forma abandonarían su carácter voluntario para convertirse en un deber exigible de las sociedades afectadas.

### **A) La internacionalización de la responsabilidad social**

La trascendencia de la responsabilidad social como práctica empresarial que debe fomentarse y generalizarse la evidencian los trabajos internacionales que hasta ahora se han desarrollado en esa dirección en el seno de distintas organizaciones. Quien pretenda adentrarse en el contenido y alcance de esos trabajos se encontrará -especialmente a través de las

muchas conexiones disponibles en *internet*- con un material sencillamente inabarcable. La responsabilidad o acción social se ha convertido en una genuina *moda*, sobre la que confluyen todo tipo de iniciativas y de ideologías, pero, al propio tiempo, una no menos amplia de ofertas de servicios vinculados con la definición de la responsabilidad social, su introducción en las distintas empresas e, incluso, su valoración. Tan abundante y desordenada información ahonda en la indeterminación de lo que es la responsabilidad social y aconseja que nos limitemos a reseñar aquí aquellas iniciativas más relevantes o difundidas, en especial, por la autoridad de quienes las impulsan y por la influencia que tienen sobre las empresas y mercados europeos y españoles.

### 1. *El Pacto Mundial de las Naciones Unidas*

La iniciativa de la ONU es reciente pero ha generado ya una amplia respuesta (sobre todo ello puede consultarse [www.pactomundial.org](http://www.pactomundial.org) ). Se planteó entre 1999 y 2000 y parte de la propuesta por "*sincronizar la actividad y las necesidades de las empresas con los principios y objetivos de la acción política e institucional de las Naciones Unidas*". Su planteamiento por parte del Secretario General de la ONU obedecía a la necesidad de conciliar la creciente globalización económica con la eliminación de sus efectos más perjudiciales para los derechos y dignidad humanos, y con su efectiva orientación a la promoción del bienestar. La concreción dentro de un "pacto" de una serie de principios, trata de expresar la naturaleza del primero : "*no es ni un instrumento regulador que plantea normas legales de conducta para todas las empresas, ni un instrumento que concede una certificación a las empresas que*

*cumplen con determinados requisitos*". De esta manera, toda empresa u organización laboral o civil que lo desee puede adherirse libremente al pacto y, de hecho, las principales empresas españolas informan de así haberlo hecho en su informes anuales. El valor de esa adhesión no radica tanto en confirmar que la empresa u organización adheridas se encuentran efectivamente cumpliendo de manera íntegra el pacto, sino en la expresión del compromiso por la implantación gradual del mismo en el conjunto de su actividad.

Una lectura de los principios del pacto llevarán a afirmar a los observadores de la actividad empresarial española y europea que, de hecho, las grandes corporaciones se encuentran efectivamente cumpliendo con lo perseguido por todos y cada uno de aquellos principios. Incluso resultará extraño que se plantee como compromiso voluntario de las empresas hacer lo que en la mayor parte de las ocasiones impone de manera solemne e inequívoca nuestro ordenamiento. Extrañeza que debe superarse ante la realidad cotidianamente acreditada de situaciones y casos que acreditan que prácticas contrarias a esos deberes legales de las empresas se desarrollan por éstas en otros ámbitos territoriales.

Por lo demás, lo que no parece cuestionable es que poca o nula relación guarda con la regulación societaria el pacto que reseñamos. Actualmente lo integran diez principios que atienden a cuatro objetivos fundamentales: (i) el respeto de los derechos humanos internacionalmente reconocidos; (ii) reconocimiento de condiciones laborales dignas y de derechos laborales básicos (abolición de trabajo infantil, forzoso o prácticas discriminatorias y libertad de afiliación y derecho a la negociación colectiva); (iii) tutela medio

ambiental, y (iv) actuación contra la corrupción. Las grandes corporaciones españolas y sus administradores alegarán, con razón, que los principios del pacto mundial son, desde hace muchos años, deberes legales que tienen plena vigencia en nuestro ordenamiento, incluso con reconocimiento constitucional y cuya vulneración merece severas sanciones, en no pocas ocasiones de carácter penal. Pero, como se indicó, probablemente el valor de la adhesión no radique tanto en reiterar como criterios de conducta los deberes legalmente reconocidos en los ordenamientos desarrollados, cuanto en el valor ejemplar que tiene que esas corporaciones cumplan esos mismos deberes allí donde no es aplicable su legislación nacional y, sobre todo, que impongan ese mismo cumplimiento a aquellas otras empresas que se vinculan con ellos (p.e., sus clientes, sus proveedores). En el ámbito empresarial, a veces la exigibilidad de ese tipo de comportamientos planteada por grandes corporaciones tiene un efecto disuasorio mucho mayor que el que resulta de normas en similar sentido.

## 2. *La Unión Europea*

En la Unión Europea, la recepción de la responsabilidad social corporativa ha sido muy intensa en estos últimos años, a lo largo de los que casi todas las instituciones comunitarias han aportado elementos al debate, sin perjuicio de que con ello se esté tratando de impulsar que sean las propias empresas y demás implicados quienes continúen configurando los borrosos perfiles de la figura, en el seno de las múltiples asociaciones y foros, de distinta naturaleza, a través de los que se viene canalizando la discusión. El origen de esos trabajos comunitarios lo podemos situar en la presentación por la Comisión de su *Libro Verde* cuyo seguimiento planteó el Consejo por medio

de Resolución de 3 de diciembre de 2001 (p. 3).

Posteriormente, la Comisión elaboró una interesante *Comunicación relativa a la responsabilidad social de las empresas: una contribución empresarial al desarrollo sostenible*. Se trata de un documento que venía a recoger los resultados de la consulta impulsada con respecto al antes citado *Libro verde* y que, poniendo de manifiesto que el alcance de la responsabilidad social corporativa es cada vez mayor y más complejo de definir, plantea algunas cuestiones que sí pueden tener una especial aplicación con vistas al derecho de sociedades. Así podemos mencionar la propia definición de tal responsabilidad como una actuación voluntaria que apunta a la determinación de cuál es “*la principal función de una empresa*” (p. 5); la necesidad de atender la exigencia de un mejor conocimiento de las condiciones de producción de bienes y servicios a través de específicos deberes de información societaria (pp.6-7); la consideración de que la actuación socialmente responsable no debe afectar sólo a las grandes corporaciones (sociedades cotizadas multinacionales), sino que ha de fomentarse su asunción por parte de las pequeñas y medianas empresas (pp. 12-14) y, finalmente, la convergencia y transparencia en la propia definición de la responsabilidad social, en los instrumentos para su “regulación” y en los criterios aplicables para su evaluación (p. 14 y ss.). En relación con el último aspecto, para las sociedades cotizadas resulta especialmente interesante la vinculación que se ha establecido entre la cada vez más decisiva presencia de los inversores institucionales y la denominada *inversión socialmente responsable* (abreviadamente, ISR; pp. 18 y 19), esto es, la influencia que en las decisiones de los primeros tiene la actuación social de las sociedades en que participan, cuestión sobre la que hemos de volver.

La posterior Resolución del Consejo de 6 de febrero de 2003, reiterando la *“naturaleza voluntaria de la RSE”* se preocupó especialmente por hacer que los Estados miembros fomenten la responsabilidad social de las empresas. También el Parlamento Europeo ha reclamado su participación en los trabajos y, al hacerlo, matiza que la voluntariedad de las medidas no impide que *“a la hora de dotar dichas medidas con un contenido concreto y de controlarlas y aplicarlas, ha de contarse con la participación de los trabajadores, sus representantes, los consumidores y los inversores”* (v. Parlamento Europeo, *Informe sobre la Comunicación de la Comisión relativa a la responsabilidad social de las empresas*, 28 de abril de 2003, p. 9). Equiparación que, al margen de su difícil aplicación en la práctica, apunta a un problema evidente: la influencia que se quiere reconocer a determinados grupos para influir sobre la gestión de las empresas en ese ámbito.

### *3. OCDE y otras organizaciones internacionales.*

Otra de las referencias útiles a la hora de afrontar los intentos de delimitación de la responsabilidad social o corporativa lo constituyen los Principios de la OCDE para empresas multinacionales (junto con otros muchos documentos antecedentes y posteriores, pueden consultarse en [www.oecd.org](http://www.oecd.org)). Tanto por el carácter intergubernamental de la OECD y sus funciones principales, como por la identidad de sus destinatarios, esos Principios presentan un especial valor por referirse a objetivos precisos y a riesgos conocidos en la inversión internacional. Desde su promulgación inicial se concibieron como un instrumento de responsabilidad corporativa, propuesto por los gobiernos de los Estados que integran la organización, pero

al que se han adherido los correspondientes de algunos de los Estados que son en el momento actual los principales destinatarios de inversión extranjera directa. Se trata de una iniciativa comprendida en un programa más amplio de la OCDE que quedó reflejado en su Declaración sobre Inversiones Internacionales y Empresas Multinacionales de 2000 y que siempre ha tomado en cuenta otras iniciativas internacionales que comparten sus objetivos (GORDON, 2001, 2-7).

En buena parte, las políticas o criterios de conducta que establecen los Principios de la OCDE coinciden con los que enuncia en su coetánea formulación el Pacto Mundial de la ONU. La mayoría de ellos exceden ampliamente el ámbito objetivo del Derecho y práctica societarios, pero es de destacar que las orientaciones en materia de responsabilidad social conectan en determinados puntos de manera lógicamente coincidente con los criterios adoptados en materia de gobierno corporativo. En concreto, lo que hacen las *Guidelines* es reivindicar el cumplimiento de deberes informativos similares a los establecidos en los propios *OECD Principles of Corporate Governance (The OECD Guidelines*, pp. 43-45). Se trata de establecer los cauces informativos que permitan a las sociedades informar de sus actuaciones de carácter social. Frente a los deberes informativos típicos y tradicionales de sociedades cotizadas en relación con sus cuentas, situación financiera o resultados, o los más recientes en materia de gobierno corporativo, la responsabilidad social incorpora una vertiente informativa, voluntaria, y que también vienen utilizando sociedades no cotizadas. En la difusión de esa información las sociedades deberían tomar en cuenta las limitaciones que en determinados Estados escasamente desarrollados existen para acceder a esa información por medios conocidos en economías desarrolladas (v.gr., medios

especializados, *internet*, etc.). Las *Guidelines* concluyen sus comentarios sobre este punto repitiendo que los costes informativos vinculados con la responsabilidad social han de ser razonables y que, salvando siempre el principio de veracidad, su contenido no debiera nunca afectar a la posición y ventajas competitivas de las sociedades.

#### *4. La anunciada recepción normativa de la responsabilidad social*

Lo expuesto en estos apartados revela hasta qué punto se ha producido una extraordinaria difusión de la práctica de la responsabilidad social a lo largo de estos últimos decenios, en buena parte por el impulso que para su aceptación han implicado las iniciativas adoptadas por organizaciones internacionales. La voluntariedad de la responsabilidad social, que hemos visto que es repetidamente advertida en los documentos anteriormente reseñada, adquiere un valor relativo. No cabe duda de que opera en origen: las empresas que la ponen en práctica y la difunden lo hacen sobre la base de su propia decisión. Pero una vez que comienzan a aplicar recursos, a diseñar estrategias de producción o distribución compatibles con la responsabilidad social, a informar de esa actividad, los mercados y beneficiarios de esa actividad van a convertir su mantenimiento en una exigencia.

El siguiente paso se adivina fácilmente y es la adopción por el legislador de medidas de diversa naturaleza tendentes a convertir la responsabilidad social en un deber legal. La primera medida suele referirse a la información en esta materia, en especial con respecto a las sociedades cotizadas. Dado que se suele insistir en la importancia que tiene en la práctica de la actividad social de las empresas la difusión de las medidas que adoptan, hasta el punto de que se ha generalizado la elaboración de un Informe de Responsabilidad

Corporativa que se acompaña a las cuentas e informes anuales, los legisladores y los supervisores bursátiles se encuentran ante la tarea de encauzar la difusión de esa singular información. Al respecto, se atisban dos posturas fundamentales: la que pueda entender que esa nueva información, por su carácter *atípico* sólo será exigible en la medida en que exista una específica previsión normativa, frente a la que considere que los mismos fundamentos que inspiran la regulación de la información son aplicables en materia de responsabilidad social. En este segundo sentido, se ha defendido que la SEC norteamericana tiene autoridad para promover la difusión de esa información justificada por la necesidad de proteger a aquellos inversores *sociales*, para los que la transparencia como presupuesto de su decisión inversora, será relevante sólo en la medida en que contenga los datos habituales dentro de lo que se conoce como la descripción de la actividad social (WILLIAMS, 1999, 1305-1306).

Pero tras el tratamiento informativo de la responsabilidad social, el paso siguiente es la adopción de una regulación sustantiva de la responsabilidad social. El contenido de esta normativa anunciada apunta directamente a desplazar la voluntariedad de la acción social y a sustituirla por la imposición a las empresas de determinadas medidas que van a condicionar sus políticas en materia de producción, empleo, inversiones o resultados. En algunos Estados europeos, el tratamiento normativo apuntado ya se ha planteado (v. referencias a la propuesta presentada y rechazada en el parlamento británico en SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, 2002, 1719). En España, ha de destacarse la constitución en el Congreso de los Diputados, en febrero de 2005, de la subcomisión para la Responsabilidad Social Corporativa en el Congreso de los Diputados. En principio, la función principal de esa subcomisión se

orienta a la preparación de un informe en la materia que fomente la difusión de la responsabilidad social (v. la proposición y debates al respecto en [www.congreso.es](http://www.congreso.es)), aun cuando resulta previsible que de sus trabajos resulte alguna proposición normativa. Con independencia de ello, en fecha reciente el Gobierno español ha anunciado la presentación de una Ley de Responsabilidad Social dentro de la presente legislatura.

### *5. Recapitulación*

Los distintos documentos antes analizados vienen a establecer con claridad las dos características apuntadas de la responsabilidad social corporativa. La primera es la de su internacionalización, entendiéndose por tal que constituye un movimiento que se proyecta sobre la actividad multinacional de las empresas y que los problemas que afronta se producen precisamente en el seno de esa tendencia hacia el desplazamiento constante de las empresas en busca de aquellos Estados que les ofrecen las mejores condiciones –económicas o jurídicas– para producir. Con frecuencia, la bondad de esas condiciones pasa por eludir las limitaciones legales y la adversas circunstancias económicas de los Estados que se abandonan. Los Estados receptores de esa actividad suelen garantizar el principal objetivo de la reducción de los costes de producción, pero al propio tiempo autorizan criterios de organización prohibidos por las normas de los Estados de origen de esas empresas. De ahí que la responsabilidad social implique una apelación a la coherencia en la estrategia y conducta de las grandes empresas: su actuación debe estar presidida por los mismos principios en cualquiera de los Estados en donde actúen.

Pero ese tratamiento internacional de la responsabilidad social no es

una apelación dirigida sólo a las empresas. La conducta de éstas al desplazarse de unos Estados a otros está con frecuencia incentivada por los últimos. Son ellos los que por medio de legislaciones más flexibles o, sencillamente, obviando la adopción de normas que protejan los derechos básicos en materia social, favorecen una inversión y actividad productiva escasamente respetuosa con la responsabilidad social.

### **B) La confusión en torno al medio ambiente**

De entre los muchos términos e “*intereses*” tópicamente vinculados con la invocación de la responsabilidad o acción social de las empresas destaca por encima de todos la referencia al compromiso medio ambiental de las empresas. Éstas se presentan como adalides de la protección del entorno en el que actúan, lo cual no deja de ser sorprendente por varios motivos y, al propio tiempo, pone de manifiesto el laberinto en que puede llegar a convertirse esa vertiente social. La sorpresa de esa presentación se inicia por el hecho de que, de nuevo, en muchos supuestos lo que se presenta como un criterio diferenciador de una corporación no es otra cosa que el cumplimiento de las normas. La defensa del medio ambiente es uno de los sectores más dinámicos en la incidencia normativa sobre las empresas y la mayor parte de sus ciclos básicos de producción y distribución (p.e., en materia de suministros, instalaciones industriales, contaminación, transporte, residuos, reciclado, envases, etc.), de forma que defensa medioambiental y cumplimiento de una siempre creciente normativa coinciden de manera cuasi-absoluta. Es cierto, sin embargo, que en muchos aspectos esa actuación empresarial excede el mero respeto de las normas y conlleva inversiones –de

nuevo, asignaciones de recursos que pueden llegar a ser muy elevadas- específicamente destinadas a atenuar el impacto medio ambiental de esa actividad. Estamos, de nuevo, en un comportamiento voluntario, que lejos de conectar son el interés de la sociedad, trata de atender a intereses generales.

### **C) La información societaria**

Sea porque, como hemos visto, no faltan repetidas afirmaciones a favor de reconducir la responsabilidad social al ámbito del gobierno corporativo y, en concreto, de la transparencia como una buena práctica societaria, o sea sencillamente porque las entidades que la practican consideran que ese tipo de actividad requiere de una especial difusión, lo cierto es que hoy en día las principales corporaciones españolas elaboran y distribuyen entre sus accionistas junto a otros documentos elaboración anual sus informes o memorias sociales (PARKINSON, 2003). Lo que interesa destacar es que se trata de un esfuerzo informativo que no es el resultado de cumplimiento normativo alguno, sino una genuina iniciativa voluntaria o, en último término, en la incorporación voluntaria entre nosotros de los deberes informativos exigibles en otros mercados (v. las referencias a la *expanded social disclosure* requerida por la SEC, en WILLIAMS, 1999, p. 1273 y ss).

Convendrá advertir, sin embargo, que la introducción de un específico deber informativo en materia de responsabilidad social se atisba como una de las probables iniciativas legislativas al respecto. Vaticinio que se justifica a la vista de los proyectos comparados que enfocan la responsabilidad social como “*the duty of every company to prepare and publish a report annually*” (v. *Corporate Responsibility Bill*, 2002, 2).

Como es notorio, la legislación mercantil se ha ocupado tradicionalmente de exigir con creciente detalle lo que probablemente describimos como la información societaria. A las cuentas anuales e informe de gestión impuestos por la Ley de Sociedades Anónimas, el *corporate governance* ha añadido la publicación del informe anual de gobierno corporativo (art. 116 LMV), cuyo contenido mínimo han precisado distintas normas reglamentarias (v. Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre y Circular 1/2004, de 17 de marzo de la CNMV). Ninguna de estas disposiciones reclama de las sociedades cotizadas el esfuerzo normativo que se plasma en las memorias sociales a las que antes nos referíamos. La razón de esa información, coherente con el carácter voluntario de la responsabilidad social, radica en los efectos que una adecuada percepción por el mercado de esa actividad puede tener para la reputación de las sociedades informantes.

#### **D) Las ventajas competitivas y reputacionales de la responsabilidad social**

Las sociedades cotizadas en los distintos mercados financieros han hecho de la responsabilidad social un instrumento para el fomento de su reputación. Los efectos que un adecuado tratamiento de valores e intereses que merecen una general aceptación o que afectan a grupos especialmente numerosos son indiscutiblemente favorables. Esto explica el esfuerzo informativo tan intenso que reseñábamos en el apartado anterior, que es también la manifestación publicitaria de la responsabilidad social. Al parecer, los estudios de mercado ponen de manifiesto que son los productos y

servicios de sociedades socialmente responsables los que encuentran una mayor aceptación entre los consumidores, que están incluso dispuestos a pagar precios más elevados a cambio de esa circunstancia. En sentido opuesto, las empresas también hacen un uso informativo y publicitario de aquellas medidas que implican correcciones en su actividad, cuando ésta ha registrado alguna incidencia contraria a lo que se considera una adecuada práctica social. Son constantes, en este sentido, las noticias que anuncian rescisiones de grandes corporaciones con aquellos proveedores que no cumplen las exigencias establecidas en esta materia.

Además de los efectos positivos o negativos que tiene la responsabilidad social en la mercadotecnia, su aplicación en las sociedades cotizadas también permite evaluar una reputación corporativa directamente vinculada con el mayor o menor carácter social de una entidad en su propia capacidad de atracción de inversiones. Esto es lo que explica la proliferación, al hilo de la difusión de la responsabilidad social, de todo tipo de instituciones dedicadas a *medir* el grado de responsabilidad social con la que actúa una sociedad cotizada. La responsabilidad social también ha dado lugar a índices que son especialmente aplicados en aquellos mercados en donde la importancia de los llamados inversores socialmente responsables es creciente.

#### **E) ¿La responsabilidad social afecta al concepto del interés social?**

La relación entre el concepto de interés social y la responsabilidad social es, sin duda, el aspecto más relevante desde el punto de vista jurídico que plantea el estudio de la segunda, y así lo advierten las más recientes o

interesantes contribuciones doctrinales (ESTEBAN VELASCO, 2005, 43 y ss. y EMBID, 2004, 24-28). En éstas, la pregunta que encabeza este apartado merece una respuesta positiva puesto que consideran que la incorporación de nuevos grupos de intereses incluidos en la concreción de la responsabilidad social, incide sobre la cuestión fundamental de cuál es el propósito de toda sociedad cotizada como empresa. De acuerdo con esas opiniones, asistimos a una afectación incuestionable puesto que junto a la mera consideración de los intereses de los accionistas como núcleo del interés social, se añade la de los heterogéneos grupos que resultan beneficiarios de una actividad socialmente responsable. Estas orientaciones favorables a una interpretación pluralista o más institucional del interés social, destacan la innovación producida por medio del art. 127 bis LSA.

Modificación de la que se dice que ha permitido sustituir la visión contractualista del interés social expresamente acogida por nuestra jurisprudencia, por otra que excede del simple interés común de los socios (EMBID, 2004, 26). Con ello, se está atribuyendo al art. 127 bis un significado que excede el que en un anterior apartado le atribuíamos. En nuestra opinión, decir que el interés social es el interés de la sociedad fue una solución de emergencia de nuestro legislador, que no se atrevió a mantener la explícita opción que en el Proyecto de Ley suponía hacer coincidir la definición legislativa de ese concepto con la acuñada por nuestro Tribunal Supremo y que había sido acogida en relevantes trabajos prelegislativos (v., el art. 122 de la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, 2002, 61 y SÁNCHEZ CALERO, 2005, 177) . El sinónimo o la tautología serían una solución continuista, puesto que nuestro legislador societario renunciaba a pronunciarse sobre cómo debe verse el interés social. Este término y el interés

de la sociedad son voces de significación semejante utilizadas para reforzar un concepto. Este concepto en el art. 127 bis LSA es el de la fidelidad exigible a los administradores. En ese ámbito, definir el interés social tiene un propósito primordial: sentar una regla tajante en el comportamiento de los administradores, a favor de la primacía del interés de la sociedad sobre cualquier otro que pudiera proyectarse sobre la actuación de los administradores. El deber de fidelidad y el de lealtad de los administradores societarios ha encontrado tradicionalmente en el interés social el criterio determinante para su vigencia (CUIF, 2005, 9) . Ese es el sentido del art. 127 bis, cuyo alcance no debe ser entendido como la voluntad de introducir con carácter general una visión amplia del interés social.

De otro lado, el término acogido por el art. 127 bis LSA no tiene la especial eficacia innovadora que se le atribuye. Conviene recordar que pervive en la propia Ley una similar referencia. Me refiero al art. 115.1 LSA que habla "*de los intereses de la sociedad*" precisamente para, desde una óptica afín a la del art. 127 bis LSA, dar primacía a aquellos intereses en la adopción de acuerdos por las Juntas, de nuevo previendo la posibilidad de un uso del derecho de voto por el socio contrario al interés social (CUIF, 2005, 8). Pues ha de recordarse que el interés social también vincula a los socios, a los que es exigible el correspondiente deber de lealtad (COUTINHO DE ABREU, 2002, 39-46). Observación ésta que abre otro tema no menos complejo e interesante: la posibilidad de reconocer a los administradores la facultad de no ejecutar acuerdos de la Junta general cuando consideren que son contrarios al interés social como interés común a todos los accionistas y no como simple traducción de la voluntad de los que detentan la mayoría de los derechos de voto (así, BROWNSTEIN/KIRMAN, 2004, en especial, p. 68 y ss.).

Tiene por tanto un valor relativo la mención al interés o intereses de la sociedad. No creo que su simple introducción en el art. 127 bis LSA justifique la opinión a favor de una decisión legislativa consciente y consagrada de una visión pluralista o institucional del interés social. Nuestro legislador no persiguió otra cosa distinta de la evitación de conflictos en este punto y mantener la misma indefinición legislativa sobre cómo entender el interés social. Téngase en cuenta que al igual que la versión definitiva del art. 127 bis LSA es el resultado de una enmienda destinada a descartar la innovación a favor de la tesis monista, otras enmiendas que fueron igualmente rechazadas en aquella tramitación optaban de manera expresa a favor de la que se ha calificado como interpretación pluralista.

En todo caso, como se ha dicho desde las primeras páginas de este trabajo, la responsabilidad social anima el debate sobre qué es el interés social. Ha de compartirse la opinión de quienes consideran que ningún problema conlleva para los administradores una gestión socialmente responsable cuando ésta cuenta con el respaldo de los intereses de los accionistas. Toda sociedad dispone de una gran libertad a la hora de elegir determinadas conductas socialmente responsables, considerando que con ello van a verse impulsados todos los intereses conexos con su actividad. No en vano es ante la Junta general de las grandes corporaciones donde los administradores explican de una manera voluntaria lo que han hecho en ese terreno y plantean a los accionistas lo que van a continuar haciendo. La ocasión para ello suele coincidir con el examen de las cuentas anuales y la aplicación de resultados. Por el contrario, una actuación autónoma de los administradores a la hora de llevar adelante iniciativas o programas de responsabilidad social sin o contra el acuerdo de la junta puede justificar, en

mi opinión, la correspondiente acción de responsabilidad (contra, EMBID, 2004, p. 28 y ESTEBAN VELASCO, 2005, pp. 49-50).

Como también resulta claro que muchas veces esa conducta social es exigida por los propios accionistas o es presupuesto para la inversión en valores de esa sociedad. Otro tanto cabe decir del mandato que los accionistas dirigen a sus gestores, fundado muchas veces en que los efectos positivos de la responsabilidad social van a beneficiar los intereses de aquellos. Todas esas consideraciones permiten dos conclusiones: la responsabilidad social es no sólo compatible, sino conveniente para los intereses de los accionistas y no afecta la definición del interés social. El hecho de compartir la opinión a favor de una gestión empresarial de grandes sociedades cotizadas respetuosa con los diversos intereses afectados y que trate de observar el principio general de la función social que también afecta a la propiedad accionarial no permite, sin embargo, equiparar esa responsabilidad con el interés de la sociedad y es precisamente la que orienta la primacía de la junta general en la decisión de orientar, en mayor medida la acción de la empresa hacia su vertiente social.

#### **F) Exigencia y responsabilidad por el “cumplimiento” de la responsabilidad social.**

La equiparación o, cuando menos, la conexión entre la responsabilidad social corporativa y el concepto del interés social conlleva distintas reflexiones que han sido acertadamente planteadas entre nosotros. La primera de ellas parte de la posición a favor del interés social como un

interés pluralista que autorizaría a los administradores a tomar en consideración en la gestión corporativa todos los intereses integrados en esa perspectiva social (ESTEBAN VELASCO, 2004, p. 49). Autorización que significa autonomía de los administradores, que ya no tendrían que atender a aquellos intereses en función del mandato previo de los accionistas y en ejecución de los denominados deberes fiduciarios frente a éstos, sino por el simple cumplimiento del interés social tan ampliamente concebido.

En directa relación con ese criterio, nos encontramos con que es legítimo y lícito el criterio de los administradores a favor de intereses distintos de los de los accionistas, incluso cuando con ello se esté produciendo una postergación o perjuicio de estos últimos. Perdida la preferencia que para los intereses comunes de los accionistas establece la concepción contractualista del interés social, esos intereses se ven sometidos a una igualdad en la consideración de los gestores. Frente a quienes justifican que, a la postre, se sacrifiquen los intereses de los *stakeholders* en beneficio de los de los *shareholders*, la responsabilidad social legitimaría un modo de administrar las sociedades cotizadas radicalmente opuesto.

Esa opción o interpretación plural del interés social inspirada en la corriente favorable a la responsabilidad social vendría también a alterar el régimen de responsabilidad de los administradores. Éstos toman especial conciencia de la necesidad de atender los intereses de sus accionistas a partir de la amenaza que supone la acción de responsabilidad, también reconocida a favor de los acreedores. Al decantarse por la interpretación amplia o pluralista del interés social, se está proponiendo una exoneración de responsabilidad de los administradores en aquellas situaciones en las que el daño a los accionistas o a los acreedores no implicó una infracción de deber

alguno (art. 133.1 LSA). Si el deber de fidelidad se proyecta sobre otros grupos de intereses, no se habría producido una actuación contraria a la ley o incumplidora de los deberes legales de los administradores (ESTEBAN VELASCO, 2004, 53-54).

Sin embargo, como ya he razonado, no creo que la admisión de la responsabilidad social como una práctica empresarial generalizada en nuestras sociedades cotizadas justifique su vinculación con el interés social y, en consecuencia, abra la vía para acciones de responsabilidad contra los administradores basadas en el “*incumplimiento*” de esa responsabilidad. La confusión que genera este concepto comienza por el propio sustantivo, que alega que existe una responsabilidad que es social por sus presumibles beneficiarios, pero que no se nos dice a quién puede ser exigida. Es evidente que estamos no ante una responsabilidad en sentido jurídico, sino ante una actuación voluntaria de las empresas que nunca puede concebirse como presupuesto de derechos individuales o colectivos surgidos de la misma. Ni las propias sociedades son responsables ni, por supuesto, lo son sus administradores. Allí donde se opte por una exigencia legislativa de prácticas de responsabilidad corporativa, habrá de contemplarse específicamente las acciones que permitirán reclamar el cumplimiento de aquella y la correspondiente legitimación activa y pasiva, sin que los mecanismos generales previstos en la legislación societaria sean aplicables a esos efectos (v., de nuevo, el significativo ejemplo de la *Corporate Responsibility Bill*: su artículo 8 regula las “*liabilities of directors*” y el artículo 10 los “*remedies of stakeholders*”).

## BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO-ÁGUILA-REAL, J.**, *Interés social y derecho de suscripción preferente* Madrid (1995);
- ALONSO LEDESMA, C.**, "El buen gobierno de las sociedades en Europa (A propósito del Estudio comparativo de los códigos de conducta existentes en los Estados miembros de la UE)", *RDBB* 88 (2002);
- ALONSO UREBA, A.**, "El gobierno de las grandes empresas (reforma legal versus códigos de conducta)", en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coord. Esteban Velasco), Madrid (1999);
- BASSEN**, "Einflussnahme institutioneller Anleger auf Corporate Governance und Unternehmensführung- Ergebnisse einer empirischen Untersuchung", *ZBB* 5 (2002);
- BIGGS**, "Testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs", (27 de febrero de 2002);
- BLACK/WEISSMAN/KROLL**, "The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: a preliminary analysis", *Securities Regulation Law Journal*, 24 (1996);
- BONIN, G.**, *Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder-Interessen*, Baden-Baden (2003);
- BORGES, G.** "Selbstregulierung im Gesellschaftrecht - zur Bindung an Corporate Governance-Kodizes", *ZGR* 4 (2003);
- BROWNSTEIN/KIRMAN**, "Can a Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding to Majority Vote Resolutions", *The Business Lawyer* 1 (2004);
- BUSSE VON COLBE**, "Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus Betriebswirtschaftlicher Sicht?", *ZGR*, 2, 1997;
- CLARK**, *Corporate Law*, Boston-Toronto (1986);
- COUTINHO DE ABREU, J.M.**, "Interés social y deber de lealtad de los socios", *RdS* 19 (2002);
- CUERVO GARCÍA, A.**, "Fusiones y adquisiciones: la dimensión de las empresas", en AA.VV., *Economía y derecho ante el Siglo XXI*, Valladolid (2001);
- CUIF, P.F.**, "Le conflict d'intérêts. Essai sur la détermination d'un principe juridique en droit privé", *RTDcom* 1 (2005) ;
- DE TORRES ZAPATERA**, *Valores ocultos en las cuentas anuales. La fiabilidad de la información contable*, Madrid (2002);
- DUQUE, J.**, *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos (art. 61 LSA)*, Valladolid (1957);

**ECKERT, S.**, *Aktionärsorientierung der Unternehmenspolitik? Shareholder Value – Globalisierung – Internationalität*, Wiesbaden (2004);

**EMBID, J.M.**, “La responsabilidad social corporativa ante el Derecho mercantil”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 42 (2004);

**ENRIQUES, L./MACEY, J.**, “Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale”, *Riv. soc.* 1 (2002);

**ESTEBAN VELASCO, G.**, *El poder de decisión en las sociedades anónimas*, Madrid (1982);

**IDEM**, “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa”, AA.VV., *Sociedad social corporativa. Aspectos jurídico-económicos*, Castellón (2005);

**ESTEFANÍA, J.**, “La enfermedad moral del capitalismo”, *El País*, Suplemento Domingo, (28 de julio de 2002);

**FAIRFAX, L.M.**, “Achieving the double bottom line: a framework for corporations seeking to deliver profits and public services”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* vol. 9-2 (2004);

**FARIA, J.E.**, *El Derecho en la economía globalizada*, Madrid (2001);

**FERNÁNDEZ, P.**, *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor*<sup>3</sup>, Barcelona (2005);

**FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA/SÁNCHEZ ÁLVAREZ**, “Limitación de la actuación del órgano de administración de sociedad afectada por el lanzamiento de una oferta pública de adquisición”, *RdS* 18 (2002);

**FERNÁNDEZ PÉREZ**, *La protección jurídica del accionista inversor*, Pamplona (2000);

**FERRARINI**, “Valore per gli azionisti e governo societario”, *Riv. Soc.* 2-3 (2002);

**GALGANO, F.**, “Il nuovo diritto societario”, en *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell’Economía*<sup>2</sup>, vol. XIX, t. I, Padua (2004);

**GARCÍA ARCE/PRIETO JUÁREZ**, *Acción social en la empresa*, Madrid (2004);

**GARRIDO, J.M.**, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia (2002);

**GORDON, K.**, *The OECD guidelines and other corporate responsibility instruments: a comparison*, Working Papers on International Investment 5 (2001);

**GRUSON, M.**, “Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: die so genannte Globale Aktie”, *AG* 7 (2004);

**HENZE**, “Treupflichten der Gesellschafter im Kapitalgesellschaftrecht”, *ZHR* 162 (1998);

**JAEGER**, "L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)", *Giur. comm.* 6 (2000);  
**KARMEL, R.**, "Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders?", *The Business Lawyer* 1 (2004);  
**KÜBLER**, *Gesellschaftsrecht*<sup>4</sup>, Heidelberg, 1994;  
**KUHNER** "Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value, als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften", *ZGR* 2 (2004);  
**LAMANDINI, M.**, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Milan (2001);  
**LAMOREAU/BLOCH**, *The Public-Private Distinction in American History: The Privatization of the Corporation and the Problem of Minority Shareholders* (2004);  
**LANGE**, "Das Unternehmensinteresses der Zielgesellschaft und sein Einfluss any die Rechtstellung der die Übernahme fördernde Aufrichtsratsmitglieder", *WM* 34 (2002);  
**LIEBERMAN/NESTOR/DESAI**, *Between State and Market*, World Bank (1997);  
**LOEWENSTEIN, M.J.**, *Stakeholder Protection in Germany and Japan*, *Tulane Law Review*, 5-6 (2002);  
**LOZANO AGUILAR, J.F.**, *Códigos éticos para el mundo empresarial*, Madrid (2004);  
**LUTTER**, "Treupflichten und ihre Anwendungsprobleme", *ZHR* 162 (1998);  
**MCPHAIL/DHAVY**, *Integrating Social Concerns into Private Sector Decisionmaking*, World Bank (1998);  
**MERKT**, "Unternehmensleitung und Interessenkollision", *ZHR* 159, 1995;  
**MORILLAS**, *Las normas de conducta de los administradores en las sociedades de capital*, Madrid (2002);  
**MULBERT**, "Shareholder Value aus rechtlicher Sicht", *ZGR* 2 (1997);  
**OLIVENCIA RUIZ, M.** *Nacionalidad e internacionalidad del Derecho mercantil* Sevilla (1993);  
**IDEM**, "El gobierno de las sociedades" en AA.VV., *Estudios Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. II, Madrid (2002);  
**PARKINSON, J.**, "Disclosure and Corporate Social and Environmental Performance: Competitiveness and Enterprise in a Broader Social Frame", *JCLS*, 3-1 (mayo 2003);  
**PAZ-ARES** "El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa", en AA.VV., *Estudios Homenaje Fernando Sánchez Calero*, vol. II, Madrid (2002);  
**IDEM**, "El gobierno corporativo como estrategia de la creación de valor", *RDM* 251 (2004);  
**PÉREZ PUEYO**, "¿Ética o legalidad en el gobierno de las grandes empresas?", *La Ley* 5898 (21 de noviembre de 2003);  
**PITT**, "Speech by SEC Chairman: Remarks at the Inaugural Lecture of the

JD/MBA Lecture Series" (4 de abril de 2002);

**PRICE WATERHOUSE COOPERS**, *Responsabilidad Social Corporativa. Tendencias empresariales en España*, Madrid (2002);

**RAISER**, *Recht der Kapitalgesellschaften*<sup>3</sup>, Munich (2001);

**RAPPAPORT, A.**, *La creación de valor para el accionista. Una guía para inversores y directivos*<sup>2</sup>, Bilbao (1998);

**RECALDE, A.**, "Organización y buen gobierno de las sociedades anónimas cotizadas", *Noticias CE*, 210 (2002);

**RIEMAN/ROSEN/ROSENFELD/SMITH**, "The Private Securities Litigation Act of 1995: a user's guide", *Securities Regulation Law Journal*, vol. 24, (1996);

**RILEY, C.**, "The juridification of corporate governance", en AA.VV., *The reform of UK Company Law*, Londres (2002);

**RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D.**, *Impugnación de acuerdos de las juntas de accionistas*<sup>3</sup>, Pamplona (2002);

**ROMAGNOLI, G.**, "Corporate Governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali", *Giur. Comm.* 3 (2002);

**RUFFNER**, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, Zurich (2000);

**SÁNCHEZ ANDRÉS**, "Stock options, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas (el revés de la trama)", en AA.VV., *Stock options, tres perspectivas: mercantil, laboral y fiscal*, Pamplona (2002);

**SÁNCHEZ CALERO, F.**, "Administradores", en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (dir. Sánchez Calero, F.), t. IV, Madrid (1994);

**IDEM**, *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid (2001);

**IDEM**, *Los administradores en las sociedades de capital*, Cizur Menor (2005);

**SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.**, "El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada", *RDM* 246 (2002);

**SCHMIDT, K.**, *Gesellschaftsrecht*<sup>4</sup>, Colonia (2002);

**SEIBERT, U.**, "Aktienrechtsreform in Permanenz?", *AG* 8 (2002);

**SPENDER, P.**, "Scenes from a Wharf: containing the Morality of Corporate Law", *ICLA* 1 (2000);

**TRÍAS SAGNIER**, *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, Madrid (1998);

**VASQUEZ, F.**, "La participación de los trabajadores: la dimensión comunitaria y los principios que inspiran la Directiva", en AA.VV., *La sociedad anónima europea* (coords. Esteban Velasco/Fernández del Pozo), Madrid (2004);

**VELASCO SAN PEDRO, L.**, "El gobierno de las sociedades cotizadas (corporate governance) en España: el 'Informe Olivencia'", en AA.VV., *Estudios*

*Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol III, Madrid (2002);  
**WAGNER**, *Kapitalbeteiligung von Mitarbeitern und Führungskräften*, Heidelberg, 2001;  
**WEBER, M.**, *Economía y sociedad*, Madrid (1993);  
**WERDER. A.**, "Shareholder Value- Ansatz als (einzige) Richtschnur der Vorstandshandeln?", ZGR (1998);  
**WILLIAMS, C.A.**, "The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency", Harvard LR, vol. 112 (1999);  
**WINDBICHLER**, "Arbeitnehmerinteressen im Unternehmen und gegenüber dem Unternehmen - Eine Zwischenbilanz", AG 4 (2004);  
**WOLLBURG**, "Uternehmensinteresse bei Vergütungsentscheidungen", ZIP 14 (2004).

#### DOCUMENTOS

*Circular 4/2004* del Banco de España, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros;  
*Circular 1/2004*, de 17 de marzo de la CNMV;  
*Comunicación relativa a la responsabilidad social de las empresas: una contribución empresarial al desarrollo sostenible*, COM (2002), 347 final, Bruselas, 2 de julio de 2002, 28 pp.;  
*Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States. Final Report*, Bruselas, 2002;  
*Corporate Governance Principles and Recommendations*, Mayo 2000 (European Association of Securities Dealers);  
*Corporate Responsibility Bill*, 2002; *Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición* (DO L 142, de 30 de abril de 2004, p. 12 y ss.);  
*El Gobierno de las Sociedades*, Madrid, febrero de 1998, 67 pp. ("Informe Olivencia");  
*Informe de la Comisión Especial para el fomento de la Transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*, 8 de enero de 2003, 49 pp. ("Informe Aldama");  
*Informe sobre la Comunicación de la Comisión relativa a la responsabilidad social de las empresas*", 28 de abril de 2003, p. 9;  
*Informe de la CEOE sobre Competitividad en España, problemas y propuestas de*

*mejora*, Madrid (2002);  
*Le Conseil d'administration des sociétés cotées* julio 1995, 20 pp. (“Informe Vienot”);  
*Libro verde. Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas*, Com (2001) 366 final, Bruselas, 18 de julio de 2001, 35 pp.;  
*Orden ECO/3722/2003*, de 26 de diciembre;  
*Pacto Mundial de las Naciones Unidas (ONU)*;  
*Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002;  
*Rapport du Groupe de Haut Niveau d'Experts en Droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruselas, 10 de enero de 2002, 106 pp.;  
*Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruselas, 4 de noviembre de 2002 (“Informe Winter”);  
*Resolución del Consejo de la Unión Europea de 3 de diciembre de 2001* (DO C 86 de 10 de abril de 2002, p. 3);  
*Resolución del Consejo de la Unión Europea de 6 de febrero de 2003* (DO C 39, de 18 de febrero de 2003, p. 3 y ss.);  
*The Conference Board Comisión on Public Trust and Private Enterprise*, 17 de septiembre de 2002, 13 pp.;  
*The OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, en su revisión de 2000.