

**EL INTERÉS SOCIAL Y LOS VARIOS INTERESES PRESENTES EN LA
SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA**

Juan Sánchez-Calero Guilarte*

Publicado en:

Revista de Derecho Mercantil nº 246 (2202), pp. 1653-1725

ISSN 0210-0797

* 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

<http://www.ucm.es/info/mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense

<http://www.ucm.es/eprints>

**EL INTERES SOCIAL Y LOS VARIOS INTERESES PRESENTES EN LA SOCIEDAD
ANONIMA COTIZADA¹**

**JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE
Catedrático de Derecho Mercantil**

SUMARIO:

I.	Justificación del tema y planteamiento.....	3
	A) La sociedad cotizada como problema.....	3
	B) Algunas consideraciones sobre la dificultad, la relevancia y la vigencia de la determinación del interés social.....	9
	C) Auge y caída de la creación de valor.....	14
	D) Algunas matizaciones adicionales.....	17
	E) Lo público y lo privado en la sociedad cotizada.....	20
II.	Apunte acerca de la construcción económico-financiera de la creación de valor.....	22
III.	La creación de valor en el movimiento español en materia de <i>corporate governance</i>	27
	A) El Informe Olivencia.....	28
	B) El Informe Aldama.....	34
IV.	Las iniciales reacciones doctrinales.....	35
V.	La improcedencia de una definición legal del interés social.....	39
VI.	Consideraciones a partir de la opción del Informe Olivencia.....	44
	A) Interés social y sociedad cotizada: la influencia del mercado de valores sobre la gestión societaria.....	44
	B) La adopción de un modelo foráneo.....	55
VII.	Sobre algunas críticas y ciertos riesgos inherentes a la <i>shareholder value</i>	60
	A) El “fracaso” de la solución financiera.....	60
	B) Valor de la acción e incremento patrimonial.....	65
	C) El crecimiento del valor a través de operaciones extraordinarias.....	67
	D) La creación de valor que favorece sólo a los administradores...	70
	E) OPAs y creación de valor.....	72
	F) Un apunte sobre la responsabilidad social.....	75
VIII.	Valor para el accionista en casos especiales.....	80
	A) Entidades de crédito.....	80
	B) Sectores regulados.....	82
IX.-	A modo de conclusión.....	83

¹ Este artículo desarrolla la ponencia de idéntico título presentada en la sesión del Seminario de Profesores de Derecho mercantil que tuvo lugar el pasado 9 de abril de 2002, en la Real Academia de Legislación y Jurisprudencia.

I.- Justificación del tema y planteamiento

A) La sociedad cotizada como problema.

El régimen aplicable a la sociedad anónima registra a lo largo de los últimos años una permanente revisión. Lo dicho vale tanto desde la perspectiva española, como desde la comparada². Frente a los métodos normativos que hasta la situación actual se caracterizaban por reformas profundas de la ley aplicable (LSA de 1951 y TRLSA de 1989), los últimos años han convertido a la sociedad anónima en el objeto de sucesivas innovaciones normativas, de limitado alcance en su mayor parte.

La incidencia de esa corriente reformista ha alcanzado una mayor intensidad al hilo del debate en torno al gobierno corporativo, probablemente porque dicho debate apunta a algunas cuestiones esenciales (la función de la propiedad, la información, la titularidad y ubicación del poder de decisión y su control en la gran sociedad anónima) y ante todo, porque la trascendencia de ciertos hechos provoca una inmediata reacción que cuestiona la utilidad de las normas vigentes o a ubicar en los defectos o lagunas legislativos la causa de esas experiencias negativas. No se trata sólo de invocar las crisis empresariales que se

² Sin ánimo exhaustivo y ciñendonos a las reformas impulsadas en estos últimos meses, cabe citar como iniciativas que van a afectar en mayor o menor medida al régimen de la sociedad anónima: (i) la conocida como "Ley Financiera": v. Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, BOE de 23 de noviembre de 2002; (ii) la constitución de la "Comisión Aldama" (la Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas se creó por Acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de julio de 2002, tras la proposición no de Ley aprobada por el Congreso de los Diputados el 16 de abril de 2002), que hizo público su Informe el 8 de enero de 2003; (iii) la presentación del Libro blanco para la reforma de la contabilidad en España [v. ICAC, *Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma* Madrid (2002)] y (iv) la presentación por el Gobierno de la *Propuesta de Código de Sociedades mercantiles*, Madrid (2002), 250 pp. Similares iniciativas se vienen anunciando en los principales Estados europeos (también desde instancias comunitarias) y americanos.

vienen registrando en estos últimos meses y que sirven para poner en cuestión modelos de regulación y gestión que se venían anunciando como una referencia obligada, sino de reconocer que antes que frente a hechos nuevos³, el problema en que se ha convertido la sociedad anónima cotizada (y la eventual reforma de su régimen⁴) en el momento actual tiene su causa principal en la intensidad o dimensión de las situaciones que al legislador corresponde considerar⁵. La internacionalización de las sociedades y de los mercados es hoy una realidad que lleva a revisar los problemas esenciales -y por ello tradicionales- de ese tipo societario.

Lejos de tratarse de una ocasional modificación de la estructura y funcionamiento de la gestión, el movimiento del *corporate governance* implica una profunda revisión de los presupuestos a partir de los que ordenar la sociedad anónima y, en consecuencia, un auténtico replanteamiento de sus conceptos básicos. El del interés social es uno de ellos, que se ve afectado por la revisión de los fundamentos de la sociedad

³ La más que relativa novedad de muchos hechos que afronta el régimen de la sociedad cotizada se desprende de la enunciación de esos mismos problemas en la obra de los mercantilistas españoles desde principios del siglo XX: a modo de autorizado ejemplo, me remito a los que enunciaba GARRIGUES, en la primera edición de sus *Nuevos hechos, nuevo Derecho de sociedades anónimas*, Madrid (1933), en especial, p. 25 y ss.

⁴ Creo que el debate sobre el estatuto de la sociedad anónima cotizada destaca el acierto de la idea según la que “*la historia del derecho de las sociedades anónimas es la historia de sus reformas*”: v. ROJO, A., “La sociedad anónima como problema”, RDM 187-188 (1988), p. 8.

⁵ Una exposición general del problema en que se ha convertido la sociedad anónima cotizada la llevan a cabo FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Pamplona (2000), p. 99 y ss., y SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid (2001), p. 28, partiendo de la divergencia entre el tipo legal y la realidad; sobre el reparto de poder como el principal problema, v. el planteamiento que realizan ESTEBAN VELASCO, “¿Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema del gobierno de las sociedades cotizadas?”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, (coord. ESTEBAN VELASCO), Madrid (1999), p. 25 y ss. y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre el gobierno corporativo: aspectos metodológicos y de contenido”, en la misma obra, pp. 56-59, así como el reciente estudio de GARRIDO, J.M^a, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia (2002), pp. 22-24.

anónima que provoca regularmente las crisis de mayor o menor dimensión producidas en los mercados y en las empresas más desarrollados⁶.

En una reciente reflexión se sostenía que la presión de los nuevos hechos sobre las grandes sociedades no autoriza una labor de discusión y preparación legislativas prolongadas durante años, sino que reclama una ágil respuesta⁷. Es probable que esa opinión haya de compartirse si se reconoce la existencia de una profunda crisis de confianza en la suficiencia de la legislación aplicable a la hora de tutelar intereses primordiales, que reclama una respuesta legislativa inmediata. Pero sería erróneo atribuir a una deficiente regulación de empresas y mercados la exclusiva o principal responsabilidad de esa crisis. A esta situación –que creo que admite ser diagnosticada como una crisis de confianza⁸– han contribuido distintas causas, pero de ellas deben destacarse las crisis de gestión⁹ y de solvencia

⁶ Esa relación la describe acertadamente SAN SEBASTIÁN, F. *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*, Madrid (1996), p. 69, cuando titula “La reflexión sobre el gobierno societario, hija de la crisis”.

⁷ La opinión de SEIBERT, U., “Aktienrechtsreform in Permanenz?”, AG 8 (2002), pp. 419-420, lógicamente referida al ordenamiento alemán, cuya descripción del problema creemos que es igualmente válida con respecto a la situación española en la medida en que comparten los efectos de causas comunes en buena parte.

⁸ Que no parece cuestionable cuando la designación del nuevo Presidente de la SEC lleva a que el Presidente Bush hable de la “*corrupción u honestidad empresariales*” como elementos a los que el designado y la institución que preside deberán dedicar su esfuerzo; v. *Expansión*, 11 de diciembre de 2002, p. 23.

⁹ Quizás sería más correcto hablar de una crisis de conducta. La merma de la confianza obedece a actuaciones reprobables de los gestores de algunas empresas, pero también de otros protagonistas no menos significados de los mercados de valores, como es el caso de los analistas: no puedo dejar de citar a ese respecto la noticia cuyo titular –inspirado por previos estudios académicos resulta ciertamente ilustrativo–: v. CASTELLANO, A., “Los peores valores de los dos últimos años fueron los recomendados por los analistas”, *Cinco Días*, 16 de septiembre de 2002, p. 29. Para una exposición más detallada de los problemas advertidos en relación con los analistas, v. BERCOVITZ, R., “La responsabilidad de los analistas de inversiones”, RDBB 86 (2002), en particular, págs. 11-17. Una constatación de los problemas inherentes a la actuación de analistas y agencias de *rating* aparece recogida en el informe redactado para el Comité de Asuntos gubernamentales

que han afectado a empresas de especial dimensión, que han dado paso a una reacción reguladora no menos significativa. Esa reacción arranca de una premisa que no deja de motivar alguna duda: si se dan situaciones repudiadas es porque la regulación aplicable es inadecuada; la conclusión entonces ha de ser la de la necesidad de una reforma. Es una argumentación “*de emergencia*” ciertamente eficaz a la hora de distraer de otros aspectos presentes en esas crisis que se ven relegados a un segundo plano. Pienso, en particular, en la revisión de la actuación de los organismos superiores correspondientes.

Sin embargo, no parece ineludible aceptar que la presión de los nuevos hechos y la búsqueda de una inmediata respuesta a los mismos por medio de sucesivas reformas legislativas sean la única fórmula válida. La experiencia comparada nos advierte cómo cabe seguir abordando los grandes problemas del Derecho societario a través de un prolongado esfuerzo de reflexión prelegislativa, que aborde desde unos determinados presupuestos político-legislativos y político-económicos la “modernización” de ese ordenamiento¹⁰.

Pero más allá de las reacciones reguladoras que pretenden ser una respuesta directa a casos concretos, el Derecho de sociedades español se ve

del Senado norteamericano: *Financial Oversight of Enron: the SEC and Private Sector Watchdogs*, Washington, 8 de octubre de 2002, en especial sus conclusiones, pp. 125-127.

¹⁰ El proceso que se viene produciendo en Gran Bretaña a ese respecto constituye una opción claramente divergente con la postura adoptada en otros Estados en cuanto a cómo abordar el régimen de (todas) las sociedades mercantiles con el fin de que sea un instrumento adecuado para el desarrollo de la actividad económica. Desde 1998 se vienen elaborando distintos documentos que recogían el debate, que se tradujeron en la publicación del THE COMPANY LAW REVIEW STEERING GROUP, *Modern Company Law for a Competitive Economy, Final Report*, Londres (2001) que ha servido de base para el posterior Libro Blanco *Modernising Company Law*, presentado en julio de 2002 por el Gobierno británico. Para una exposición sintética del proceso, v. “White Paper ‘Modernising Company Law’ - special issue”, *Sweet & Maxwell’s Company Law Newsletter*, 13-14 (Agosto 2002), pp. 1-7. Esa finalidad de racionalización y modernización de la regulación societaria se reitera entre nosotros en la Exposición de Motivos de la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, cit., pp. 20-21.

sometido hoy, en una medida hasta ahora desconocida, a la influencia de diversos hechos que, por su alcance, obligan a actuar con una perspectiva mucho más amplia que la habitual. La “globalización” de los mercados¹¹ y de las sociedades que en ellos participan obliga a plantearse su compatibilidad con algunos criterios legislativos. Entiéndase bien, no se trata de que esos factores internacionales sean elementos a los que el legislador se encuentra subordinado, sino de hechos que éste no tiene más remedio que ponderar a la hora de determinar de manera realista cuál sea el régimen legal adecuado para las grandes sociedades sometidas a su poder. La política legislativa en materia de sociedades refleja en su terminología esa posición: la competitividad y la eficiencia se invocan como objetivos de esa permanente reforma a la que asistimos¹². Su vigencia se proclama con frecuencia y con tal rotundidad que parece que ya no queda margen para que en esa labor legislativa se afronte la discusión acerca de cuál resulta ser la concreta ideología que la sustenta¹³. La determinación del interés social obliga a que aflore ese fundamento

¹¹ Estamos ante algo más que un tópico en el caso de los mercados de valores europeos que deberán dar lugar a un auténtico “mercado único” a partir de 1995 .

¹² Son ambos, competitividad y eficacia, términos tomados del lenguaje económico que, además, se proyectan en diferentes direcciones: en lo que aquí interesa, la competitividad de las sociedades como capacidad de actuación en el mercado y de crecimiento a través de sus resultados. Al Derecho corresponde establecer las normas que fomenten la deseable competitividad -v. al respecto las que propone la CEOE, *Competitividad en España. Problemas y Propuestas de Mejora*, Informes y Estudios 3 (2002), p. 108 y ss., en especial, pp. 119-120 y entre ellas figuran las propias disposiciones societarias.

¹³ Un cualificado apunte de esa conexión lo ofrecía ya GIRÓN, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid (1952), pp. 23-24, reseñando la incidencia sobre el régimen de la sociedad anónima de las transformaciones político-económicas entonces registradas y las referencias al fin orientado al “servicio del bien general” o al “bien de la empresa como ordenador de intereses”; en igual sentido, v. RUBIO, *Curso de Derecho de sociedades anónimas*, Madrid (1964), p. 14 y ss.

ideológico en la orientación de lo que se concibe como una actividad empresarial adecuada.

La aproximación que se propone en torno a la evolución del interés social conduce a otro de los tópicos del debate sobre el Derecho de sociedades en los últimos años: la *desregulación* como alternativa al vigente modelo legislativo. Quienes han abordado con rigor esta cuestión¹⁴ sitúan el debate en términos muy próximos a los que provoca el intento de determinar cuál debe ser el interés social en la gran sociedad anónima actual. La relación entre el Derecho de las sociedades de capital, el del mercado de valores y los ordenamientos próximos (aquellos que buscan tutelar en particular la posición de los acreedores o intereses extraños a los de los accionistas: los ordenamientos tributario, laboral o contable) es, sin duda, un problema esencial en la regulación de la anónima actual y, dentro de ésta, en relación con cuál pueda ser la adecuada determinación del interés social¹⁵. Esa relación arranca, en todo caso, de la afectación por la actividad de cualquier sociedad bursátil de una serie de intereses diversos cuyo conflicto, protección y jerarquía están íntimamente vinculados con la noción del interés social. Dado que la sociedad cotizada es el tipo que acoge a las grandes empresas, es en su seno en donde se advierten con mayor nitidez los intereses contrapuestos entre distintos grupos de sujetos y entre los pertenecientes a un mismo grupo¹⁶.

¹⁴ V. el planteamiento del interesante ensayo de ESCHER-WEINGART, C., *Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht*, Tubinga (2001), p. 6 y ss., y su síntesis en p. 21: la globalización obliga a una imprescindible adaptación del Derecho de las sociedades de capital, no simplemente por una adaptación de la dogmática tradicional sino por un replanteamiento de todos los principios destinados a la protección de los acreedores, de un lado y de los inversores, de otro.

¹⁵ V. JAEGER, "L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)", *Giur. comm.* 6(2000), p. 798

¹⁶ V. RAISER, *Recht der Kapitalgesellschaften*³, Munich (2001), pp. 126-127.

B) *Algunas consideraciones sobre la dificultad, la relevancia y la vigencia de la determinación del interés social.*

El interés social no solo no escapa a esa situación, sino que es un buen reflejo del proceso apuntado. Por tratarse de una noción sobre la que se proyectan principios ordenadores de la actividad empresarial (susceptibles de llevarnos más allá del Derecho societario) y desde la que se resuelven no pocos problemas y conflictos societarios. Nos encontramos ante una de las ideas fundamentales en el estudio de la sociedad anónima como ya puso de manifiesto hace tiempo nuestra doctrina¹⁷. Quien examine esas aportaciones doctrinales tendrá la sensación de que en el debate sobre el interés social asistimos a la renovada utilización de argumentos ya conocidos, que reducen la cuestión con frecuencia a un movimiento pendular entre las posiciones contrapuestas. Conviene advertir que queda lejos del propósito de estas páginas el exponer tan amplio debate.

Esa oscilación tiene mucho que ver con la evolución de la situación económica. Un buen argumento (por su notoriedad y proximidad en el tiempo) a favor de la concepción institucional del interés social como interés de empresa lo ofrece la solución dada a las crisis de algunas relevantes empresas en distintos Estados europeos. La reacción de los respectivos gobiernos ha sido coincidente en el anuncio de la concesión de ayudas públicas, que vendrían justificadas por la negativa repercusión que

¹⁷ V., por todos, la exposición que al respecto realiza DUQUE, J., *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos (art. 61 LSA)*, Valladolid (1957), p. 68 y ss.; en una abundantísima doctrina comparada sigue destacando la monografía de JAEGER, P.G., *L'interesse sociale*, Milán (1963), completada con su reciente y ya señalada recapitulación en, *Giur. comm.* 6 (2000), p. 798 y ss.

sobre los intereses generales tendría la consolidación de esa situación crítica, tanto por la eventual desaparición de las empresas afectadas, como por la pérdida de gran número de puestos de trabajo. La práctica totalidad de las empresas que protagonizan esa situación son sociedades cotizadas. En esas situaciones se manifiesta una de las reflexiones tradicionalmente provocadas por el debate en torno al interés social. Se trata de su relación con el interés general o bien común¹⁸, contradictoria con la opinión que vincula el interés social con el de los accionistas.

Ante esa realidad las reacciones no se han hecho esperar. La validez competitiva de esas soluciones y la expresión de un *nacionalismo corporativo o empresarial*¹⁹ son ideas que apuntan a problemas de considerable trascendencia. Mas, en lo tocante al interés social, esas reacciones permiten apuntar dos reflexiones. La primera apunta a la vinculación que cabe establecer entre esas ayudas externas y la concepción del interés social: esos intereses que se invocan para obtener ayudas que favorecen, entre otros grupos, a los accionistas y administradores de las sociedades cotizadas, es previsible que serán reivindicados en momentos posteriores a la hora de reclamar una gestión congruente con ellos. Dicho de manera más directa, el interés social no puede ser uno en épocas de crisis, y otro en períodos de bonanza. La definición del interés social debe, por lo tanto ser válida con independencia de la evolución que en cada momento presenten la solvencia o los resultados de una sociedad. La defensa de los intereses de grupos distintos de los accionistas no puede ser el argumento esgrimido para solicitar ayudas, y luego ser descartado para

¹⁸ V. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*⁴, Colonia (2002), pp. 804-806, acerca de las reflexiones que a la conducta debida por los administradores contenía la memoria gubernamental en torno a dos objetivos: el interés social y el bien de la comunidad (*Unternehmensinteresse und Gemeinwohl*).

¹⁹ V. el editorial bajo ese título de Expansión, 16 de octubre de 2002, p. 2.

volver la atención a la exclusiva consideración de los intereses de los accionistas.

La segunda reflexión lleva a apuntar que situaciones como la descrita revelan cómo en el momento presente y a pesar del avance que se ha producido en la integración de los mercados de valores europeos, la concepción del interés social sigue presentando una notable heterogeneidad. Antes que el hecho de la negociación bursátil, en la construcción del interés social siguen primando los criterios político-económicos vigentes en cada uno de los Estados y allí donde tal se haya producido, su correspondiente traducción en la legislación societaria. El resultado, sin embargo, no es satisfactorio desde el punto de vista de la igualdad. Mientras que en unos casos son los accionistas, titulares del interés social, los que corren con el esfuerzo principal del sostenimiento de la empresa, en otros los accionistas se ven relevados de esa esencial labor y es el Estado el que, a partir de la consideración de intereses vinculados con la empresa distintos de los de los accionistas, se ofrece para la superación de los problemas.

Probablemente sea esa conexión entre el concepto del interés social y la situación económica existente en cada ocasión la que determine que, en buena medida, pueda decirse que las cosas no han variado con respecto a los planteamientos de los que partían las construcciones doctrinales más clásicas entre nosotros: ante la insatisfacción que supone la afirmación de que el interés social debe ser entendido como el interés común y exclusivo de los accionistas, aparece la referencia de otros grupos de intereses o rescatando el que pretende ser un concepto de más amplio alcance: el interés de empresa²⁰. En definitiva, nos movemos entre la postura

²⁰ V. la exposición general que ofrece DUQUE, *op. cit.*, p. 78 y ss.; el debate se remonta a varios decenios antes, como expresa la referencia y reflexión de GARRIGUES, *Nuevos*

acomodaticia de quienes entienden que la actividad de la sociedad tiene que ser capaz de satisfacer simultáneamente la expuesta variedad de intereses a los que afecta²¹, y la más comprometida de quienes afirman con rotundidad que el interés social es (sólo) el de los accionistas.

La calificación de ambas posturas no implica una toma de partido, sino un apunte de algo que, al menos en una primera aproximación, resulta fácilmente perceptible. Desde ese punto de vista y partiendo de que, en la mayor parte de los casos, los intereses de los distintos grupos que se consideran legitimados se encuentran en abierta contradicción, una solución que pretende la satisfacción simultánea de todos ellos no se presenta como efectivamente aplicable. Su sola enunciación puede tener efectos balsámicos, mas su utilidad como criterio rector de la actuación de los administradores es escasa. Por el contrario, la claridad de la solución que opta por los accionistas como los detentadores del interés social facilita la gestión. Pero, ha de reiterarse, lo dicho sirve solo a los efectos del planteamiento de la cuestión y sin perjuicio de las posteriores consideraciones que una y otra postura provocan. Cualquiera que fuere la solución adoptada, habrá de tomar en cuenta que el interés social también enlaza con la propia concepción de la sociedad anónima por la que se

hechos, pp. 28-31, a partir de las obras de Rathenau -“das Unternehmen an sich”- y Gaillard.

²¹ Una versión reciente de esta postura la expresa el Libro Blanco del Gobierno británico que define como el objetivo principal de la actuación de los administradores el consistente en *“the success of the company in the collective best interests of the shareholders, but that the directors should also recognise, as the circumstances require, the company’s need to foster relationships with its employees, customers and suppliers, its need to maintain its business reputation and its need to consider the company’s impact on the community and the working environment”*; v. *“White Paper ‘Modernising Company Law’”*, Sweet & Maxwell’s Company Law Newsletter, 13-14 (Agosto 2002), p. 4.

opte²², que se convierte así en una auténtica *clave* para hacer comprensible ese tipo societario.

El interés social (a veces sustituido por la expresión de los intereses de la sociedad) aparece expresamente invocado en diversos preceptos de nuestra LSA, precisamente por cuanto no solo se trata de un concepto que opera sobre los más variados aspectos de la vida societaria, sino porque lo hace además en sentido distinto. A título meramente indicativo, procede recordar que ese concepto se invoca para determinar qué acuerdos pueden ser objeto de impugnación por incurrir en causa de anulabilidad (art. 115.1 y 2 LSA)²³, para proceder a la separación de los administradores de su cargo (art. 132.2 LSA)²⁴ o para justificar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente de los accionistas (art. 159.1 LSA)²⁵. Pero el interés social es también un concepto fundamental a la hora de

²² V. la Res. DGRN de 5 de julio de 1982 (RJ 1982\4675), que en el conflicto entre el derecho del accionista al dividendo y la legitimidad de la autofinanciación por medio de la constitución de reservas apunta: *“Que en esta materia -sumamente delicada- influye en su solución de una parte la concepción contractualista o institucional que se tenga de la Sociedad Anónima unido a la concepción de su personalidad jurídica ya que la primera si lógicamente se limita a regular las relaciones de los socios teniendo en cuenta sólo sus intereses individuales, el interés social coincidirá con el interés común de los socios, mientras que si la sociedad aparece institucionalizada, el interés social no será la suma de los intereses de los socios, siempre cambiantes, sino el de ente social ...”*.

Por su parte, el régimen de la impugnación de acuerdos (art. 67 LSA 1951 y 115 LSA) ha dado pie a una precisión similar: v., por todas, la STS de 19 de febrero de 1991 (RJ 1991\1512); v. *infra* V.

²³ V. URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, “La Junta general de accionistas”, en AA.VV., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (dirs. URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA), t. V, Madrid (1991), p. 335 y ss.

²⁴ V., por todos y entre una amplísima bibliografía, POLO, E., « Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima » en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VI, Madrid (1992), pp. 277-278; SÁNCHEZ CALERO, F., “Administradores”, en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (dir. SÁNCHEZ CALERO, F.), t. IV, Madrid (1994), p. 227 y MARTINEZ SANZ, F., “Artículo 132”, en ARROYO/EMBID (coords.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. II, Madrid (2001), pp. 1382-1383.

interpretar ciertos preceptos legales que, a pesar de no mencionarlo, no es dudoso que obligan a su determinación para dar virtualidad a los propios postulados de la norma. El ejemplo más nítido es el que ofrece el art. 127.1 LSA con respecto al ejercicio del cargo por parte de los administradores: la diligencia y lealtad que allí se les reclama van a ser objeto de una permanente y singular ponderación a partir de cómo se entiende el interés social²⁶. Pues bien, una de las notas características de algunas concreciones del *corporate governance* ha sido la que vincula una diligente administración societaria con el entendimiento del interés social como “la creación de valor para el accionista”, traducción de la denominada “*shareholder value*”. Esa creación de valor vendría a constituir una de las principales misiones del Consejo de Administración.

C) Auge y caída de la creación de valor

Tal es el limitado propósito de estas páginas: profundizar en cuál es el significado de esa idea de “*dar valor al accionista*”, cómo se concreta su aplicación en la vida de las grandes corporaciones, lo que implica en cuanto a la opción por tutelar ciertos intereses (y eventualmente postergar, excluir o ignorar otros), y siempre desde una perspectiva esencialmente jurídica, analizar cuál es la respuesta que el ordenamiento ha dado o debe deparar a esa nueva orientación; si la misma resulta plenamente compatible con los principios ordenadores de nuestra actividad económica

²⁵ V. los estudios de ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Madrid (1995), p. 51 y ss. y al de ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión del derecho de suscripción preferente en la sociedad anónima*, Madrid (1995), p. 19 y ss.

²⁶ Entre una abundantísima bibliografía, v. las amplias referencias bibliográficas que incluye PÉREZ CARRILLO, E., *La administración de la sociedad anónima. Obligaciones responsabilidad y aseguramiento* Madrid (1999), p. 60 y ss., acerca de la función del interés social como criterio orientador de la (diligente) administración societaria, así como la muy reciente exposición general que sobre la concreción de los criterios de conducta

y, en fin, si es al Derecho de sociedades, al del mercado de valores o a normas de otro ámbito a las que compete la toma en consideración, o incluso, la eventual traducción jurídica de la doctrina de la *shareholder value*.

La singular determinación del interés social como factor orientador del gobierno de la sociedad presenta la evolución pendular antes advertida. En efecto, la que en fecha muy reciente se presentaba de forma generalizada como una solución válida, ha pasado en poco tiempo a ser denostada con no menor virulencia. La caída en desgracia del criterio del “*valor para el accionista*” pudiera llevar a entender que no habría sido sino una moda pasajera que la negativa evolución de sociedades adscritas a la misma se ha encargado de arrumbar de manera tajante²⁷, dando entrada en la pasarela a la “*nueva*” referencia omnipotente para la gestión societaria: la *responsabilidad social*²⁸.

No creemos que la cuestión merezca ser despedida de forma tan sumaria. El movimiento del *corporate governance* ha provocado, entre otros muchos efectos, la necesidad de determinar cuál es el interés social en el caso de las grandes corporaciones y, en concreto, cómo ha de orientar la gestión de los administradores²⁹. Desde ese punto de vista, el descrédito

realiza Morillas, M.J., *Las normas de conducta de los administradores en las sociedades de capital*, Madrid (2002), p. 337 y ss.

²⁷ Resultan expresivos de ese cambio en la orientación de la gestión de algunas empresas el énfasis con el que anuncian el “*reparo a los dividendos*”. A este respecto, se proclama la necesidad de que los trabajos en curso en materia de buen gobierno corporativo reflejen esa variación, repudiando el valor al accionista como único fin de la empresa y adaptándose a la corriente acogida por las grandes empresas cotizadas en materia de responsabilidad social: v. SALAS, “Responsabilidad social”, *Expansión*, 23 de mayo de 2002, p. 59 y ss. y LAFUENTE/PUEYO, “El dilema de Aldama”, en *Expansión*, 25 de septiembre de 2002, pp. 54-55.

²⁸ V. *infra*, VII. 5.

²⁹ Para un apunte al respecto, v. AA.VV., *El Consejo de Administración. Conducta, funciones y responsabilidad financiera de los consejeros* (dirs. DE URQUIJO/CRESPO), Madrid (1998), p. 69 y ss.

que en estos momentos afecta a la teoría de la creación de valor para el accionista no dispensa de profundizar en su validez y en las soluciones alternativas. La evolución de las normas y opiniones al respecto nos ha enseñado que las concepciones del interés social vinculadas con la administración de la sociedad son objeto de recurrente aceptación y rechazo y que, por ello, no conviene descartar de manera definitiva ninguna de ellas.

Es esta concreta función del interés social como criterio rector de la gestión de la gran sociedad anónima la que late en la concepción del valor para el accionista y en cuyo examen nos vamos a detener. El valor para el accionista o la “*maximización del valor*” a favor de éste, como criterio prevalente para la administración corporativa irrumpió en la década de los 90 en las memorias de algunas de las principales sociedades cotizadas. Actuaba como inspiración económico-financiera de la defensa de la gestión realizada a lo largo del ejercicio precedente sobre la base de que se habría conseguido dar valor al accionista. Es también en esa época en donde comenzaron a publicarse contribuciones de economistas españoles explicando en qué consistía esa orientación, surgida y desarrollada en el mercado norteamericano.

La circunstancia de que entonces esa orientación apareciera como la referencia máxima e indiscutida de la gestión de las grandes empresas no dejaba de generar algunas cuestiones de notable calado: ¿No estábamos ante un original replanteamiento del interés social a través del acogimiento de la noción del *shareholder value*? ¿Acaso se postulaba que bajo la vigente LSA, la actuación de los administradores conforme al interés social supone tener en cuenta *exclusivamente* los intereses de los accionistas³⁰? ¿No sería la constitución del *shareholder value* sino una

³⁰ V. ALFARO ÁGUILA-REAL, *Interés social*, p. 53.

traducción de esa posición, haciendo que sean solo los dueños del capital los beneficiarios de la actividad de la sociedad? El debate se reproduce así a partir de la contraposición entre los intereses varios que se ven afectados por la actividad de toda gran empresa cotizada, de manera que la definición del interés social se ubica en la disyuntiva entre (también aquí la terminología anglosajona ha acabado imponiéndose) *shareholders* y *stakeholders*. Estos son, conviene indicarlo, una especie en expansión. Junto a los trabajadores y acreedores, otros grupos que han ido configurando una amplia categoría que incluye a los clientes y proveedores, junto a titulares de intereses aún más amplios (la Comunidad, el medio ambiente, etc.).

Dar respuesta a estas preguntas -lo que a su vez conduce a formular otras cuestiones no menos interesantes- reclama, sin embargo, una nueva aclaración sobre el modesto alcance de esta contribución. No se pretende plantear, al hilo de la noción del *shareholder value*, una recapitulación global del propio concepto del interés social y de la función que cumple en la regulación general de la sociedad anónima, pero sí apuntar algunos elementos estructurales de la ordenación de la sociedad cotizada que se ven afectados, en especial con respecto a la posición de sus gestores. La situación se plantea entre nosotros en términos similares a los advertidos en otros Estados europeos, en los que la doctrina ha advertido la importancia de la cuestión³¹.

³¹ V., dentro de una amplia bibliografía, MÜLBERT, "Shareholder Value aus rechtlicher Sicht", ZGR (1997), p. 129; BUSSE VON COLBE, "Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus Betriebswirtschaftlicher Sicht?", ZGR (1997), p. 271 y ss. y WERDER, "Shareholder Value Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandeln?", ZGR (1998), p. 69, que aportan argumentos económicos y jurídicos desde la perspectiva alemana; en la literatura italiana, además de los apuntes que a la cuestión dedica JAEGER, Giur. Comm. 27.6 (2000), pp. 804-805 y, en especial, la reciente contribución de FERRARINI, "Valore per gli azionisti e governó societario", Riv. Soc. 2-3 (2002), p. 462 y ss., con amplia referencia bibliográfica; finalmente, con respecto al Derecho inglés, v.

D) Algunas matizaciones adicionales

A pesar de que la amplitud de este epígrafe introductorio sirve para evidenciar los múltiples aspectos hacia los que cabe encaminar la reflexión sobre el interés social, no creo que esté completado sin formular una nueva advertencia sobre lo resbaladizo de la materia. La opción por alguna de las soluciones que habitualmente se contraponen no es tan satisfactoria como a primera vista pudiera parecer. Por ejemplo, la definición del interés social como el propio de los accionistas no es una solución absoluta. Es tradicional cuestionarse a ese respecto si es el interés de todos los accionistas, o el de la mayoría el que, a través de la adopción del correspondiente acuerdo dimanante el principio mayoritario, el que se habría convertido en ese caso concreto en interés social. Mantiene también toda su vigencia la pregunta de si la definición del interés social toma en cuenta a todos los accionistas: los presentes y los futuros. Esto resulta especialmente apropiado en relación con la sociedad cotizada en el que la propia fungibilidad de la condición de accionista nos lleva a hablar más propiamente de inversores. Por ello ha de examinarse en qué medida la creación de valor toma en igual consideración los intereses económicos de los inversores actuales que los de los futuros.

Otra observación que provoca la aproximación al concepto del interés social es comprobar que no se trata únicamente de excluir unos intereses a favor de otros, sino que su definición se plantea con frecuencia como el establecimiento de una jerarquía de intereses que permite tutelar unos directamente, al tiempo que los demás resultarán indirectamente favorecidos. En alguna medida, esa inspiración se refleja en la doctrina de

WORTHINGTON, "Shares and shareholders: property, power and entitlement", *The Company Lawyer* 9 (2001), p. 258 y ss. y 10 (2001), p. 307 y ss.

la creación de valor, que entiende que la primaria protección de los accionistas comportará un simultáneo beneficio para los derechos de las otras partes involucradas en la empresa³².

Por otro lado, la definición del interés social en la sociedad cotizada no puede ignorar como principios irrenunciables los de rentabilidad y continuidad empresarial. Examinar la creación de valor y su relación con los resultados del ejercicio, en primer lugar, y con la atribución de la ganancia al accionista, en segundo, son puntos de los que parece necesario ocuparse. Finalmente, la imagen que se quiere trasladar a partir de algunos casos notorios de crisis empresariales presenta la creación de valor como una práctica que ha acarreado la liquidación de las empresas que la aplicaban. Aun cuando creemos que, en gran parte, ello no pasa de suponer una relativa exageración (puesto que se trata de hechos que afectan sólo a determinados mercados y a algunas de las muchas empresas que allí participan), sí que se apunta con ello al riesgo que late en una desaforada creación de valor que, alejada de la real evolución de la sociedad, empuja a los administradores a alcanzarla a partir de una llevanza de la contabilidad cuestionable, irregular o, abiertamente delictiva.

Como tampoco puede dejar de reconocerse que el debate sobre el interés social entronca con la propia función empresarial, que no podemos definir exclusivamente desde la perspectiva del régimen societario, sino teniendo presente su vinculación con intereses económicos. La administración de las grandes corporaciones es una labor que obliga a tomar en consideración todos los intereses de aquellos que directamente están vinculados con la actividad de la empresa, sin que ello conlleve su obligada asunción como componentes del interés social. Pero la

³² V. *infra* II.

delimitación del interés social siempre tendrá que respetar los principios económico-constitucionales que sobre ese concepto se proyectan. Por eso es comprensible que la creación de valor haya recibido críticas desde esa perspectiva, como tendremos ocasión de exponer. Mas lo que aquí interesa subrayar es que, frente a quienes consideran que la determinación del interés social admite ser resuelta al modo y manera que lo ha sido en otras latitudes, las sociedades cotizadas españolas se encuentran vinculadas por principios tales como, por ejemplo, la función social de la propiedad (art. 33.2 CE), los límites a la libertad de empresa (art. 38 CE) o, por último, la subordinación de toda la riqueza del país al interés general (art. 128 CE). Esto no significa, necesariamente, que no quepa adoptar alguna de las soluciones más desarrolladas en otros mercados, sino que tal adaptación no puede ignorar esos principios estrechamente vinculados con la noción del interés social y con la ponderación de los muchos y variados intereses que confluyen en las sociedades cotizadas españolas.

E) Lo público y lo privado en la sociedad cotizada

Es interesante la conexión que alguna corriente doctrinal comparada ha establecido entre la actuación de los administradores y un interés público por asegurar una correcta gestión societaria. Es ésta una idea que me parece de especial relevancia en el caso de la sociedad cotizada, en la que la experiencia nos enseña cómo los errores o las malas prácticas de los administradores de algunas empresas han derivado hacia una desconfianza general acerca del buen funcionamiento del mercado, pues se considera que ni la transparencia, ni la información, ni la protección del inversor (cfr. art. 13 LMV) han sido respetados.

Esa construcción doctrinal parte de la atribución a los accionistas del derecho a asegurar que la gestión societaria es correcta, lo que se

considera que enlaza con un interés público³³. Esto no significa que a los intereses de la sociedad o de sus accionistas se superponen otros ajenos a la sociedad, sino que el interés público deberá traducirse en la mejor consecución de aquellos. Las sociedades cotizadas no son un instrumento de política social, se dice, sino que el interés público que se invoca radica en asegurar precisamente que la sociedad se gestiona para la tutela del interés social y no de otros intereses particulares ajenos al mismo. El presupuesto para llegar a esa conclusión se remonta hasta los propios orígenes de la empresa societaria, que se dice que surge del reconocimiento del Estado a la posibilidad de actuar en el mercado por medio de una persona jurídica, que además incorpora en los tipos más utilizados la limitación de la responsabilidad. En la recuperación de la *concession theory* (que en una primera aproximación nos remite nada menos que a los antecedentes históricos de la sociedad anónima en el Derecho español)³⁴ se argumenta que la sociedad no puede quedar desvinculada de los intereses de la comunidad en cuyo seno desarrolla su actividad económica, lo que complica la determinación del interés social y su vinculación con los distintos grupos de intereses afectados por esa actividad.

La pregunta que a continuación se formula es la de a quién compete defender ese interés público en un buen gobierno. La respuesta legislativa sabemos que se ha caracterizado de manera cuasi unánime en confiar a la actuación de los accionistas que desempeñen esa función supervisora, lo que también es notorio que ha dado lugar a un notorio fracaso. El buen gobierno corporativo nació pensando precisamente en que ese absentismo de los accionistas como instrumento de control de los administradores

³³ V. DINE, J., *The governance of corporate groups*, Cambridge (2000), p. 29.

³⁴ V. HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de la sociedad anónima en España*, pp. 32 y 40 y ss.

podía corregirse alternando la estructura y el funcionamiento del órgano de administración. Mas no parece que, al menos desde la perspectiva española³⁵, pueda considerarse que se ha producido una mejora digna de ser destacada.

En todo caso, es característico de las sociedades cotizadas el impacto que sobre su gestión tienen los aspectos públicos inherentes a la negociación de sus acciones. Como tantas veces, la terminología empleada aporta argumentos contundentes, aunque sea acudiendo a términos acuñados en otros ordenamientos. Estamos ante sociedades *públicas* (*public companies*) que realizan una apelación a la inversión *pública*: por los medios empleados y por la titularidad de la misma (el público inversor). Procede, a partir de ello, analizar si esos intereses públicos (aunque basados en la defensa de intereses particulares) condicionan el interés social al que deben servir los administradores de las sociedades cotizadas.

II.- Apunte acerca de la construcción económica-financiera de la creación de valor.-

La vinculación entre el interés social y la creación de valor para el accionista conduce necesariamente 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 Rappaport³⁶, sin perjuicio de tomar en consideración otras aportaciones posteriores

³⁵ V., al respecto, las referencias contenidas en el Informe Aldama, pp. 10 y 11.

³⁶ V. RAPPAPORT, A., *La creación de valor para el accionista. Una guía para inversores y directivos*² Bilbao (1998), en especial, pág. 19 y ss., en donde aborda la relación entre ese objetivo y la "*finalidad de la empresa*". Esas consideraciones, que integran el primer capítulo, también se han publicado bajo ese mismo título en Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad, pp. 75-80.

específicamente referidas al mercado español. 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 solo 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.

1. 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 inversores³⁷. Es la satisfacción de los intereses de éstos por parte de aquellos la que inspira esa teoría, que enlaza con la noción del interés social por cuanto arranca de cuál es la "*finalidad de la empresa*"³⁸. 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

³⁷ La referencia más explícita a ese respecto la constituye el subtítulo de la obra de RAPPAPORT citada en la nota previa.

³⁸ V. RAPPAPORT, op. cit., p. 19 y ss..

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 societario³⁹. 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. Esa 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 rectificación⁴⁰. Se trata de una premisa inspirada en la experiencia americana, pero que no resulta igualmente predicable con

³⁹ 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, *La protección jurídica del accionista inversor*, p. 324 y ss. y la bibliografía allí citada.

⁴⁰ 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, op. cit., p. 21.

respecto a otros mercados, en los que se concluye el carácter esporádico del “*activismo institucional*”, limitado a situaciones extremas de mala gestión⁴¹.

2. 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 valor⁴². 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 aquellos 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

⁴¹ V., por ejemplo, la información de PARKINSON, *Corporate Power and Responsibility*, pp. 169-170.

⁴² V. *infra* VII.

(que puede compensar las minusvalías con otras inversiones de su cartera) y para el administrador, más vulnerable al curso negativo de la acción⁴³. 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 administradores⁴⁴. No se trata de que ese alineamiento reduzca los conflictos de intereses⁴⁵, 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 empresa⁴⁶, 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.

⁴³ V. RAPPAPORT, *op. cit.*, p. 23.

⁴⁴ V. la acertada y justificada crítica que realiza SÁNCHEZ ANDRÉS, “*Stock options, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas (el revés de la trama)*”, pp. 18-20. en AA.VV., *Stock options, tres perspectivas: mercantil, laboral y fiscal*, Pamplona (2002), a la vista de los abusos cometidos al amparo de ese alineamiento de intereses.

⁴⁵ V., el denominado *Informe Winter* “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, pp. 64-65

⁴⁶ V. *Informe Winter*, p. 89, donde parece aceptar esa relación entre *market price* y *fair value*.

3. 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 sociedad. 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 empresarial⁴⁷. 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

⁴⁷ V. la amplia reflexión que al respecto realiza RAPPAPORT, *La creación de valor*, pp. 28-34 y las “soluciones” que propone, p. 181 y ss.

una observación repetida en la doctrina americana⁴⁸ y que parece ser acogida en foros europeos influyentes⁴⁹.

III. La creación de valor en el movimiento español en materia de corporate governance.-

A) *El Informe Olivencia*

1. 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 aquél Informe, ya no se trataba de que la propia información facilitada por las grandes sociedades cotizadas, alguna opinión aislada⁵⁰ o alguna

⁴⁸ Entre nosotros, v. el apunte que incluye al respecto PAZ-ARES "El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa", en AA.VV., *Estudios Homenaje Fernando Sánchez Calero*, vol. II, Madrid (2002), p. 1808.

⁴⁹ Es el caso del *Informe Winter*, en cuya p. 47 se lee: "*In a proper system of corporate governance, shareholders should have effective means to actively exercise influence over the company. As we emphasized in our Consultive Document, 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. Shareholders need to be able to ensure that management pursues - and remains accountable to - their interests. Shareholders focus on wealth creation and are therefore, in the Group's view, very suited to act as "watchdog" not only on their own behalf, but also, in normal circumstances, on behalf of other stakeholders*".

⁵⁰ Alguna relación con la cuestión del interés social encuentro en el trabajo que presentó Rafael Termes en un curso en El Escorial, y que aborda el objetivo de la empresa al hilo de alguno de los Códigos de Buen Gobierno que ya se habían producido en el año 1997, fecha de publicación de este trabajo (TERMES, R., "Gobierno de la Administración. Consejos de Administración". El Escorial, 13 de junio de 1997.), en otros países europeos. El citado autor señala, sin embargo, que el objetivo financiero ha de ser congruente con el

institución empresarial⁵¹ 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*⁵², 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

objetivo conceptual, de manera que junto a esas directrices de la administración orientadas a maximizar el patrimonio de los accionistas han de ser tomados también en cuenta los aspectos éticos de las mismas, con el fin de respetar la dignidad y los intereses de todas las personas implicadas en el proceso (v. págs. 5 y 6). En fecha más reciente, el mismo autor ha reiterado su opinión: “Acción social en la empresa del futuro”, *Expansión* 17 de agosto de 2002, p. 31; con ello se plantea una de las cuestiones esenciales en torno al *shareholder value*: su compatibilidad con intereses distintos de los de los accionistas o su exclusiva vigencia a favor de éstos.

⁵¹ La *Propuesta de Normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración*, presentada en 1996 por el Círculo de Empresarios, contenía la siguiente recomendación: “3. Los Consejeros deben orientar su actuación hacia la consecución del interés social de la sociedad –que es el de conseguir el máximo valor de la empresa para sus accionistas–”.

⁵² Comisión especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, *El Gobierno de las Sociedades*, Madrid, febrero de 1998, 67 pp.

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 insatisfactorio⁵³. 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 LSA- debe estar acompañada por una definición 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*

⁵³ Nos remitimos a 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.

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 acompasa eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa”⁵⁴.

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 fundamental⁵⁵. 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 cuestión⁵⁶. 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.

2. 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

⁵⁴ V. *El Gobierno*. cit., pág. 18.

⁵⁵ V. *supra* II.

⁵⁶ V. entre las referencias más indicativas al respecto, DUQUE, J., *Tutela de la minoría*, p. 73.

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.

3. 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 CNMV⁵⁷ 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 Código 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.

4. Lo que hace el Código Olivencia es profundizar en el propósito del art. 127 LSA. De éste se ha dicho que lo que persigue es favorecer un

⁵⁷ *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, ... p. 742.

“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 deberes⁵⁸. El interés de la sociedad se convierte en el presupuesto cierto de una conducta diligente y leal⁵⁹ 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 conceptos⁶⁰, y que pervive hoy convirtiendo el interés social en un genuino *Spannungsfeld* de intereses individuales y colectivos vinculados y, en muchas ocasiones, contrapuestos⁶¹. 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

⁵⁸ Para un planteamiento general, v. SÁNCHEZ CALERO, F., “Administradores”, p. 102 y pp. 105-106.

⁵⁹ Para un mayor desarrollo, v. RAISER, *Recht der Kapitalgesellschaften*³, p. 141.

⁶⁰ V., en especial, ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas*, p. 582 y ss., con amplísima referencia al debate en el seno del Derecho alemán.

⁶¹ V. WERDER, A., “Shareholder Value- Ansatz als (einzige) Richtschnur der Vorstandshandeln?”, *ZGR* (1998), p. 74 y ss.

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. Este 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?⁶².

B) *El Informe Aldama*

El Informe Aldama –que asume expresamente la tradición del precedente Informe Olivencia y hace suyo lo fundamental de la filosofía inspiradora de éste⁶³- 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

⁶² V. WERDER, ZGR (1998), pp. 83-89.

⁶³ V. Informe Aldama, p. 11.

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”⁶⁴.

IV. Las iniciales reacciones doctrinales.-

1. 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 de Alonso Ureba a la posición adoptada en el apartado 1.3 del Código 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”⁶⁵. 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

⁶⁴ V. Informe Aldama, p. 22.

⁶⁵ V. ALONSO UREBA, “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), pp. 105-106.

un ámbito especialmente amplio: no se trata solo 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. Comparte esa línea crítica Velasco San Pedro, que ha expresado 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 especulativas⁶⁶.

La más reciente posición crítica es la de Sánchez Andrés, que ha contado con hechos nuevos que justifican su opinión contraria a la que titula “canonización” de la maximización del valor por medio del Código Olivencia⁶⁷. 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. Resalta este autor, con acierto, que 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

⁶⁶ V. VELASCO SAN PEDRO, L., “El gobierno de las sociedades cotizadas”, pp. 3.015-3.016.

⁶⁷ V. “*Stock options*”, cit., pp. 31-32.

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.

2.A las anteriores críticas cabe contraponer las opiniones que entre nosotros se han producido 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 administradores⁶⁸.

En ese mismo sentido se ha manifestado Paz-Ares⁶⁹. 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 consideraciones 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

⁶⁸ V. OLIVENCIA RUIZ, M., “El gobierno de las sociedades”, pp. 1.793-1.795.

⁶⁹ V. PAZ-ARES , *Estudios Homenaje Fernando Sánchez Calero*, vol. II, p. 1.805 y ss. y, en especial pp. 1.807-1809.

intereses de otros grupos de sujetos igualmente vinculados con la marcha de la sociedad. Termino 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.

V. La improcedencia de una definición legal del interés social.-

1. La constatación del debate revivido en torno al interés social puede llevar a considerar que el problema arranca de la falta de una definición normativa de dicho precepto. La indefinición legal de en qué consiste el interés social y la propia importancia que este concepto adquiere en todo el desarrollo de su actividad en la gran sociedad anónima hacen hasta cierto punto previsible la irrupción de posturas favorables a la precisión de cuál ha de ser el interés social que debe regir y orientar esa actividad. Cabe preguntar si el ordenamiento debe dar un paso adicional y no sólo establecer el respeto del interés social como el criterio que convalida los acuerdos sociales y que legitima la actuación de los administradores, sino identificar de forma expresa los intereses y principios compatibles con el interés social en cuanto tal. En suma, lo que

se plantea es si el tratamiento normativo del interés social debe dar un paso adicional y alinearse con alguna de las concepciones ya expresadas al respecto desde la perspectiva financiera o, sencillamente, político-económica, que se atisban de manera más o menos explícita en torno a los códigos de conducta.

El hecho de que la norma positiva diera ese paso conduciría, con toda probabilidad, a la recuperación de argumentos ya conocidos. En una época en la que son constantes las apelaciones a la *desregulación*⁷⁰, a *simplificar* el Derecho de sociedades reduciendo el alcance de las normas imperativas y, en contraposición, a ampliar el ámbito en el que la libertad estatutaria puede configurar la organización corporativa en cada caso, puede resultar ciertamente sorprendente que se pretenda decretar en qué consiste el interés social, algo a lo que tradicionalmente ha renunciado el régimen de la sociedad anónima en el Derecho español⁷¹. También se apuntará que la predicada elasticidad del concepto⁷² requiere esa falta de definición normativa, permitiendo que sean las circunstancias de cada caso las que lleven a los órganos sociales o, en su caso, al juez, a analizar la compatibilidad con el interés social de ciertas decisiones.

Desde una perspectiva contraria, la regulación en materia del interés social se planteará presumiblemente desde un primer y sencillo

⁷⁰ El término se utiliza por su notoriedad, que no por su propiedad. Nada hay más inexacto en la observación de la actual realidad económica que observar como el proceso desregulador da pie a una desafortunada reglamentación, o que la vigilancia de esos mercados “desregulados” se encomienda a “reguladores”.

⁷¹ En este punto, la vigente LSA no ha variado la posición adoptada por la LSA de 1951, que optó conscientemente por no alinearse con la doctrina de “*das Unternehmen an sich*” como determinante del interés social; como indicaba RUBIO, *Curso*, pp. 15-17, la legislación española no quiso entonces abordar los “*problemas propios de la empresa, especialmente de la gran empresa que la sociedades anónima a menudo significa ... los problemas sociales y laborales derivados de la pugna de intereses entre los distintos factores de la producción*”.

⁷² V., por todos, DUQUE, *Tutela de la minoría*, p. 68.

argumento: se trata de cambiar la naturaleza de una solución que ya existe. Si los propios *códigos* que han proliferado bajo el impulso del buen gobierno llevan a cabo esa determinación, ¿por qué no puede hacerlo el legislador? La solución vendría dada por algo tan simple como la compatibilidad entre el Derecho imperativo y esas reglas destinadas a perfilar la *corporate behaviour*⁷³. Hagamos vinculante, se dirá, lo que hasta ahora se presenta como solución general de voluntaria aceptación. La definición legislativa de en qué consiste el interés social también puede ser sostenida por quienes entiendan que es preciso que aflore de esta manera la ideología que respalda la ordenación societaria, expresando con ello la primacía que merecen unos intereses sobre otros en el desarrollo de su actividad por la sociedad correspondiente o excluyendo algunos intereses de manera inequívoca. El interés social legalmente perfilado se convertiría, sencillamente, en la proyección de la ordenación económica a la que, como cualquier otro agente del mercado, las grandes sociedades no pueden escapar. Incluso, el debate propuesto pudiera servir como una de las más accesibles vías de entrada para la reflexión sobre la (necesidad de) ética corporativa. No nos referimos a la tan manida invocación de ese término como proclamación de una exigencia de conducta íntegra de los administradores, sino a la propuesta de quienes reclaman una necesaria combinación entre la actuación de las grandes corporaciones y la atención hacia la “*comunidad*” afectada por ella⁷⁴, lo que implica extender el interés social hacia intereses correspondientes a otros sujetos ajenos a los accionistas.

⁷³ En el ya invocado proceso prelegislativo británico, uno de los puntos que se consideraron de conveniente reforma es aquél que sirva para “*bring the law into line with modern business practice and accepted standards of behaviour*”; v. *Final Report. Modern Company Law for a Competitive Economy*, vol. I. p. XVII.

⁷⁴ V. el planteamiento que sintetiza WHEELER, S., *Corporations and the Third Way*, pp. 52-58.

2. No creo, sin embargo, que los argumentos expuestos en diversos sentidos sirvan para solventar la cuestión que, en mi opinión, debe resolverse negativamente. El interés social no puede afirmarse de manera imperativa a través de una norma. La razón para ello no pasa por consideraciones político-legislativas, sino por el reconocimiento de la variedad de supuestos y la heterogeneidad del contenido de intereses vinculados con dicho concepto. El interés social varía porque su aplicación se proyecta sobre supuestos y escenarios radicalmente diversos en el seno de una misma sociedad. Diversidad que se inicia por la propia dimensión de la sociedad anónima y que continúa por su actividad. Cuando la discusión se ciñe a si son acordes con aquél interés los acuerdos de la junta general que lesionan a la minoría o que favorecen a un grupo de accionistas frente a otros⁷⁵ (cfr. art. 115 LSA), la valoración del conflicto atenderá sustancialmente a los intereses de los accionistas (los particulares de cada uno de ellos o los comunes a todos)⁷⁶. Otro tanto sucederá en el caso de exclusión del derecho de suscripción preferente, en donde el

⁷⁵ Planteándose por ese cauce con particular claridad la vigencia del principio mayoritario y su posible corrección; v. DUQUE, *op. cit.*, p. 59 y ss., y URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ-PLANAS, “La Junta General de Accionistas”, en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (dirs. URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA), t. V, Madrid (1991), pp. 305-306.

⁷⁶ Así lo proclama la doctrina jurisprudencial acuñada en relación con dicho precepto y con su precedente 67 LSA 1951; v. SSTs de 5 de julio de 1986 (RJ 1986\4415) y de 19 de febrero de 1991 (RJ 1991\1512) que señala: “*En torno a la idea o concepto del interés social existen dos teorías completamente opuestas: la institucionalista, que considera a la Sociedad Anónima como una <institución-corporación>, en la que el interés social que allí se persigue, es distinto del de sus socios, viniendo a coincidir con los intereses de los componentes de la empresa (accionistas, administradores, acreedores, trabajadores, etc.); y la teoría contractualista, consagrada en nuestra legislación, según la cual el interés social no es otro que la suma de los intereses particulares de sus socios, de forma que cualquier daño producido en el interés común del reparto de beneficios, o en cualquier otra ventaja comunitaria, supone una lesión al interés social*”. Continúa esa orientación la STS de 4 de marzo de 2000 (RJ 2000\1502); sobre la doctrina jurisprudencial al respecto, v. RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, *Impugnación de acuerdos de las juntas de accionistas*³, Pamplona (2002), p. 79 y ss., con amplias referencias doctrinales.

interés de la sociedad *exige* la excepcional privación al accionista de derechos que tiene reconocidos⁷⁷, que resultará justificada a partir del reconocimiento de un conflicto de intereses y la incompatibilidad entre la ejecución del aumento de capital y la atribución al accionista del derecho de suscripción⁷⁸. Similares consideraciones motivará la disolución y liquidación voluntaria de una sociedad rentable⁷⁹ a las que habrán de sumarse las motivadas por la atención hacia los terceros.

El catálogo de los intereses que se encuentran vinculados con el de la sociedad se ve notablemente ampliado si de lo que se trata es de utilizar el interés social para evaluar cómo se administra la sociedad y, en concreto, cómo se dispone de la riqueza de la sociedad, en qué forma se la compromete y cómo se propone distribuir ventajas que de la actividad societaria resultan. Los acuerdos que a ese respecto adopten o propongan los responsables de la gestión, sea en el curso de la actividad normal, o sea en el marco de situaciones de crisis, obligan a tomar en consideración otros intereses además de los de los propios accionistas. Se manifiesta así la composición múltiple del interés social, de manera que su concreción es cuestión de opción entre esos componentes. A los administradores se les puede enunciar un catálogo de intereses a los que debe servir su actuación. Esa enunciación suele ser más amplia en correspondencia al

⁷⁷ ALFARO ÁGUILA-REAL, *Interés social*, p. 76 y ss. y ALONSO LEDESMA, *La exclusión*, p. 41.

⁷⁸ V. MUCCIARELLI, "Interesse sociales ed esclusione del diritto d'opzione: spunti di riflessione sulla logica dell'argumentazione del giudice", *Giur. comm.* 4 (2002), p. 473. En el Derecho alemán se propone una revisión del criterio de evaluación de la procedencia de la exclusión que atienda sencillamente a impedir actuaciones abusivas: v. BEZZENBERGER, "Das Bezugsrecht der Aktionäre und sein Ausschluss", *ZIP* 43 (2002), p. 1930.

⁷⁹ V. ARROYO, *Estudios Sánchez Calero*, pp. 1857-1858.

alcance de la actividad de cada sociedad⁸⁰. Pero, con independencia de cuantos intereses se contemplan, lo que es inviable es pretender que toda gestión comporte una simultánea satisfacción de todos ellos, que están con frecuencia y con mayor o menor nitidez, en una relación de evidente antagonismo. Es responsabilidad de los gestores decidir en cada caso qué prevalencia de esos intereses se identifica en mayor medida con el interés social.

Es la materia a la que afecta el interés social la que, por esas características a las que acabamos de hacer referencia, hace inviable un pronunciamiento legislativo. Que la legislación societaria no deba decir qué es el interés social no supone, por otra parte, dejar fuera de toda consideración legislativa los principios ideológicos que imponen el respeto de los diversos intereses presentes en la sociedad anónima, sino que sean otras disposiciones las que se encarguen de hacerlo (el ordenamiento laboral, concursal, medioambiental, etc.), partiendo en todo caso de los conceptos o principios que al respecto refleja el modelo económico-constitucional. Al igual que ha sucedido en otros ordenamientos, ha de reputarse como una solución adecuada la que excluye de la determinación de los deberes de los administradores una concreción del interés social

⁸⁰ El ejemplo lo ofrece, de nuevo, el debate británico: *"encourage responsible behaviour by making clear that in promoting the success of the company for the benefit of its members as a whole, directors must take account of long-term as well as short-term consequences; and that they must recognise, where relevant, the importance of relations with employees, suppliers, customers and others, the need to maintain a reputation for high standards of business conduct, and the impact of their actions on the community and the environment"*. V. *Modern Company Law for a competitive Economy*, vol. I, p. XVII. Por poner un ejemplo de cómo juega esa contradicción, baste con que nos remitamos a cómo el mercado de valores acoge, por regla general, con alzas notables de la acción correspondiente, el anuncio de despidos masivos.

vinculada a una determinada ideología política⁸¹. No en vano se advierte que la solución contraria se impulsó en períodos totalitarios⁸².

VI. Consideraciones a partir de la opción del Informe Olivencia.-

A) Interés social y sociedad cotizada: la influencia del mercado de valores sobre la gestión societaria

1. 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), 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,

⁸¹ V. la referencia que a la evolución de la *Aktiengesetz* (en particular en su párrafo 76 I) realiza SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*⁴, p. 805.

⁸² V. SCHMIDT, *op. cit.*, p. 805 y la cita del que califica como “*vocabulario patético*” introducido en el período nacional socialista en el párrafo 70 I Aktg 1937.

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 aplicables⁸³.

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 sociedad⁸⁴.

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 una⁸⁵. 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

⁸³ Por todos, v. SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid (2001), p. 27 y ss.; la sociedad cotizada merece un régimen jurídico especial en la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, a lo largo de sus arts. 366 a 444; v. también la Exposición de Motivos, V.

⁸⁴ v. un apunte de la cuestión en SÁNCHEZ CALERO, F., *op. cit.*, pp. 125-127.

⁸⁵ V. KÜBLER, *Gesellschaftsrecht*⁴, Heidelberg (1994), p. 233 y ss.

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 vinculación⁸⁶. Baste a ese respecto con recordar la observación de GARRIGUES: “en el Derecho de sociedades mercantiles, el subsuelo económico está más cerca de la superficie que en ningún otro sector jurídico”⁸⁷.

2. 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 aquél 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*”⁸⁸. Esa

⁸⁶ V. LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Milán (2001), pp. 17-18.

⁸⁷ V. *Nuevos hechos*, p. 5; 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”.

⁸⁸ La vinculación entre esa categoría de accionistas y el gobierno corporativo cuenta entre nosotros con aportaciones relevantes: v. TRÍAS SAGNIER, *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, Madrid (1998), p. 35 y ss. y GARRIDO, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia (2002), p.

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 mismo⁸⁹. 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 interés⁹⁰.

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

21 y ss.. Desde una óptica económica, v. RUFFNER, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, Zurich (2000), p. 436 y ss.

⁸⁹ 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, *Las normas de conducta*, p. 145 y ss..

⁹⁰ En este punto, conviene indicar la influencia que las constituciones económico-financieras diseñadas para estos inversores institucionales tuvieron sobre la doctrina del *shareholder value*: v. MULBERT, *zgr* 2 (1997), p. 135 y ss.

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 capitales⁹¹. 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, lo que 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 deshecha⁹². 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

⁹¹ La “competencia entre legislaciones” ha sido largamente debatida en los ámbitos societario y financiero y ha terminado siendo acogida como uno de los más relevantes criterios impulsores de la Ley Financiera: v. en tal sentido el apartado I de su Exposición de Motivos.

⁹² Matiza esta posibilidad el *Informe Winter*, p. 56.

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 aquellos 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 participadas⁹³. Esa pasividad se combate en algunos *Códigos de Buen Gobierno* con específicas

⁹³ V. la investigación realizada por BASSEN, "Einflussnahme institutioneller Anleger auf Corporate Governance und Unternehmensführung- Ergebnisse einer empirischen Untersuchung", ZBB 5 (2002), p. 430.

llamadas al uso por parte de los inversores institucionales de sus derechos políticos (información y voto)⁹⁴.

3. El interés no escapa, por otro lado, a la influencia de lo que coloquialmente se describe como 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 aquella 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.

4. Tal es la situación que en el momento actual se observa en el funcionamiento de los mercados de valores. Su reconocimiento no

⁹⁴ V. el caso portugués: Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas; apartado III.

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 cotizan⁹⁵.

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.

⁹⁵ Que así suceda resultará beneficioso tanto para los intereses de las propias empresas como para los de la economía española, que es lo que explica que tanto el Partido Popular como el Partido Socialista introdujeran la eficacia, transparencia y buen gobierno de las sociedades cotizadas como objetivos de sus respectivos programas electorales en las pasadas Elecciones Generales de 2000: v. Partido Popular, *Programa Electoral 2000*, p. 13 y Partido Socialista Obrero Español, *Programa Electoral. Elecciones Generales 2000*, p. 58.

5. 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 internacionales⁹⁶. 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 EASD⁹⁷. 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 100⁹⁸), 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.

⁹⁶ Valga al respecto la cuestión sobre la extrapolación de la experiencia norteamericana, entre otros, al mercado español planteada por TRÍAS SAGNIER, *Los inversores institucionales*, pp. 280-284 y el planteamiento, información y conclusiones que al respecto ofrece la más reciente contribución de GARRIDO, *La distribución*, cit., p. 40 y ss. y en especial para el caso español, pp. 72-75.

⁹⁷ EUROPEAN ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS,, *Corporate Governance Principles and Recommendations*, Mayo 2000, pp. 3 y 4.

⁹⁸ Coincidente con la opción de la LMV: art. 53; art. 1.1 Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo.

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.

6. 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.

7. 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 accionista⁹⁹, 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 presupuesto¹⁰⁰.

B) 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 Código Olivencia, no

⁹⁹ V. FERRARINI, Riv. Soc., pp. 477-478.

¹⁰⁰ V. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*⁴, p. 806.

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 nuestro¹⁰¹. 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

¹⁰¹ 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. A modo de ejemplo, y en la medida en que conecta en distintos lugares con la cuestión que nos ocupa, v. el interesante estudio de ENRIQUES, L./MACEY, J., "Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori:

alguna forma participan al igual que éstos en la aventura de la marcha de la empresa¹⁰².

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 administradores¹⁰³. 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 (el caso más claro es la participación en la gestión de los

una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale”, Riv. soc. 1 (2002), p. 86, p. 87 y ss. y las conclusiones, pp. 117-120.

¹⁰² V. al respecto el acertado planteamiento que realiza RECALDE, A., en “Organización y buen gobierno de las sociedades anónimas cotizadas”, Noticias CE, 210 (2002), pp. 79-80.

¹⁰³ V. LOEWENSTEIN, M.J., *Stakeholder Protection in Germany and Japan*, Tulane Law Review, 5-6 (2002), pp. 1673-1674, en donde sintetiza las diferencias entre los mercados americano y británico y los mercados continentales europeos.

trabajadores en las sociedades alemanas), 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 viables¹⁰⁴. 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 encuentren 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 éstos¹⁰⁵.

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

¹⁰⁴ 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: v. sobre la cuestión y el alcance de la reforma, BLACK/WEISSMAN/KROLL, "The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: a preliminary análisis", *Securities Regulation Law Journal*, vol. 24 (1996), p. 117 y ss. y RIEMAN/ROSEN/ROSENFELD/SMITH, "The Private Securities Litigation Act of 1995: a user's guide", *Securities Regulation Law Journal*, vol. 24 (1996), p. 143 y ss.

¹⁰⁵ V. *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 páginas.

sistemas normativos continentales¹⁰⁶, 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 americana¹⁰⁷. Lo mismo cabe decir con respecto a los principios en materia de contabilidad, objeto hoy 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*

¹⁰⁶ V. al respecto las que enuncia 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), p. 3011 y ss. Son igualmente interesantes las reacciones empresariales alemanas frente a la irrupción de la doctrina del *shareholder value*: v. WERBER, ZGR 1 (1998), pp. 69-71.

¹⁰⁷ V. ENRIQUES/MACEY, Riv. soc. 1 (2002), pp. 118-119, donde afirman que el régimen europeo del capital social favorece a los accionistas de control y a los administradores vinculados con ellos, así como a las entidades de crédito.

capital y en sistemas de gobierno impuesta por la globalización de la economía y la internacionalización de los mercados”¹⁰⁸.

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 Administración¹⁰⁹. 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 cotizada¹¹⁰.

VII. Sobre algunas críticas y ciertos riesgos inherentes a la *shareholder value*.

¹⁰⁸ V. OLIVENCIA RUIZ, M., “El gobierno de las sociedades” en AA.VV., *Estudios Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. II, Madrid (2002). p. 1778. En esa misma línea, el Informe Aldama arranca de la integración de los mercados de capitales; v. pp. 7-8.

¹⁰⁹ V. el *Código das melhores práticas corporativas* brasileño (p. 5) indica que la misión del Consejo es la protección del patrimonio y la maximización del “*retorno de investimento dos accionistas agregando valor ao empreendimento*”.

¹¹⁰ 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*, Bruselas (2002), pp. 33-37; sobre el mismo, v. 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), p. 129 y ss.

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.

A) 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 europeos¹¹¹. 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 accionistas¹¹².

¹¹¹ V. BUSSE VON COLBE, , ZGR (1997), pp. 289-290.

¹¹² Resulta también válida en este punto la precisa descripción realizada por SEIBERT, AG 8 (2002), p. 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)¹¹³. 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.

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

¹¹³ Así, ROMAGNOLI, G., *"Corporate Governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali"*, Giur. Comm. 3 (2002), pp. 351 y 352.

condiciones contractuales establecidas con determinados *stakeholders* o la efectividad de los derechos que a favor de estos resultan de disposiciones legales. Aún cuando la diligencia de los administradores comporta tanto el cumplimiento de las leyes como la atención del interés social, uno y otro 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.).

Al propio tiempo, el criterio de creación de valor 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 administradores¹¹⁴.

¹¹⁴ Así lo hacía el Informe Vienot, p. 5 y hace el Informe Aldama, pp. 27 y 32. En esta última de manera más clara: "*La Comisión quiere insistir en la misión de todos los miembros*

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 expuesto¹¹⁵.

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”.

¹¹⁵ Supone, en alguna medida, una revisión de la creación de valor en el sentido apuntado la “posición” expresada por la CEOE en su reciente informe *Competitividad en España, problemas y propuestas de mejora*, Madrid (2002), pp. 11-12: “Las bases establecidas en el llamado Informe Olivencia recogen un conjunto de criterios que deben incorporarse al Gobierno Corporativo de las empresas que cotizan en los mercados y que a partir de esos principios es donde debe establecerse las recomendaciones de actuación, teniendo en cuenta la estructura de propiedad que presenta nuestro mercado bursátil. Los valores de la transparencia en la actuación de los órganos de gobierno de las Sociedades deben mantenerse y deben concretarse en actuaciones honestas y públicas de la responsabilidad del gobierno de una empresa en la que miles de trabajadores y accionistas confían, cada día su trabajo y su dinero. Las dudas que, en la actualidad, parece extenderse sobre todas las empresas, por culpa de conductas individuales aisladas, debe entenderse referenciada, especialmente, a los responsables de esas conductas ya que la necesaria ética empresarial no es algo que las leyes puedan imponer. 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. Igualmente es fundamental que la información que den las empresas a los mercados sea real en cada momento y que de esa veracidad respondan jurídicamente para lo que, en principio, existen ya mecanismos suficientes. Finalmente la CEOE considera que, dado el carácter globalizado de nuestra economía y nuestra plena integración en la Unión Europea las medidas que se tomen deben buscar al

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. 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 económico¹¹⁶. 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

máximo posible un marco uniforme de Gobierno Corporativo aplicable a todas las empresas europeas cotizadas en Bolsa” .

¹¹⁶ Una síntesis de esa posición crítica puede leerse en ESTEFANÍA, J., “La enfermedad moral del capitalismo”, El País, Suplemento Domingo, 28 de julio de 2002, pp. 1-4.

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.

B) 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.). Esta es la posición adoptada por el Informe Aldama y que creo que es acertada¹¹⁷.

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 noción de la que me estoy ocupando. Estamos, en todo caso, en el terreno de una creación ficticia, siempre rechazable en cuanto

¹¹⁷ V. Informe Aldama, p. 22.

implica alejar el valor 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 del los “*valores ocultos*” dentro de las cuentas anuales de la sociedad¹¹⁸.

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

¹¹⁸ Al respecto, v. la investigación reciente de DE TORRES ZAPATERA, *Valores ocultos en las cuentas anuales. La fiabilidad de la información contable*, Madrid (2002), quien ofrece algunas reflexiones directamente vinculadas con la cuestión analizada desde otra perspectiva, que resulta de la formación de reservas arbitrarias ocultas: v. pp.275-276.

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 irregulares¹¹⁹. 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.

C) 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

¹¹⁹ Solo en los tres primeros meses del año 2002 se informa que la SEC ha abierto expedientes a 50 empresas por prácticas contables irregulares, triplicando el número de expedientes en idéntico periodo del precedente año; v. El Mundo, 8 de abril de 2002, p. 40.

en los estados consolidados y que, en no pocas ocasiones, han sido expresamente constituidas con ese propósito¹²⁰. 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 principios de valoración que admiten un mayor grado de subjetividad¹²¹.

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

¹²⁰ Una investigación de la SEC ha permitido concluir que las denominadas “Special Purpose Entities” de empresas cotizadas americanas han llevado a situar fuera de balance deudas por un importe conjunto de 3.000 millones de dólares; v. AG Report, AG 12 (2002), p. R454.

¹²¹ Como es conocido, a partir del 2005 se ha establecido la aplicación por las sociedades europeas de las Normas Internacionales de Contabilidad. El Informe Aldama se hace eco de esta previsión y expresa un cierto recelo al respecto en los siguientes términos: “La Comisión opina, sin embargo, que los principios tradicionales de contabilidad basados en la prudencia valorativa no deberían ser abonados a favor de unos valores de mercado o valores razonables, resultado siempre de apreciaciones objetivas y sometidos a fuertes oscilaciones. Los acontecimientos que se han producido en los Estados Unidos demuestran que los estados financieros elaborados de acuerdo con los nuevos criterios pueden dejar de ser guías de acción eficaces para los gestores e indicadores fiables para los inversores”, pp. 14-15.

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 un 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 vías¹²², 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 control¹²³.

D) 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*

¹²² V. CUERVO GARCÍA, A., "Fusiones y adquisiciones: la dimensión de las empresas", en AA.VV., *Economía y derecho ante el Siglo XXI*, Valladolid (2001), p. 68 y ss.

¹²³ V. CUERVO GARCÍA, A., *op. cit.*, pp. 77-79 y la bibliografía que allí se cita.

*options*¹²⁴. 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 general¹²⁵, 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. 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 situación¹²⁶.

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, aún cuando con ello pueda perjudicar los intereses del accionista¹²⁷.

¹²⁴ Buena prueba de ello la ofrece el estudio, ya citado, de SÁNCHEZ ANDRÉS, “*Stock options*”, *cit.*, en especial, págs. 29-32.

¹²⁵ V. WAGNER, *Kapitalbeteiligung von Mitarbeitern und Führungskräften*, Heidelberg (2001), pp. 190-191.

¹²⁶ V. PITT, “Speech by SEC Chairman: Remarks at the Inaugural Lecture of the JD/MBA Lecture Series”, 4 de abril de 2002, p. 4.

¹²⁷ 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?*”. V. BIGGS, “Testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs”, 27 de febrero de 2002, p. 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 estos 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 influyentes¹²⁸.

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 administradores¹²⁹.

¹²⁸ Informe Winter, pp. 64-66.

¹²⁹ V. 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 en el Derecho de las sociedades de capital: v., las aportaciones de MERKT, “Unternehmensleitung und Interessenkollision”, ZHR 159 (1995), p. 423 y ss.; LUTTER, “Treupflichten und ihre Anwendungsprobleme”, ZHR 162 (1998), p. 164 y ss. y HENZE, “Treupflichten der Gesellschafter im Kapitalgesellschafterrecht”, ZHR 162 (1998), 186 y ss.

E) 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. Volvemos, por lo tanto, a la necesidad de advertir acerca de las diferencias entre unos y otros mercados y que ya han sido señaladas en apartados precedentes¹³⁰. 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”¹³¹. 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

¹³⁰ V. *supra* II

¹³¹ V., a título de ejemplo, el informe del Consejo de Administración de URALITA, S.A. sobre la OPA formulada por NEFINSA, S.A.; Expansión 29 de octubre de 2002, p. 22, apartado 1.

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 accionistas¹³². 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 accionista¹³³.

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 oferta¹³⁴. A los administradores se les impone el respeto de ese interés como fórmula que

¹³² V. el apunte de JAEGER, *Giur. comm.* 6 (200), p. 800.

¹³³ Conforme con FERRARINI, *Riv. soc.* 2-3 (2000), p. 477.

¹³⁴ V., por todos, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA/SÁNCHEZ ALVAREZ, “Limitación de la actuación del órgano de administración de sociedad afectada por el lanzamiento de una oferta pública de adquisición”, *RdS* 18 (2002), p. 231, con amplia referencia bibliográfica.

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 oferta¹³⁵.

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 OPA¹³⁶. Mas ese dictamen no implica desplazar el poder de decisión que, como se indicó, se atribuye en último término a los accionistas.

F) Un apunte sobre la responsabilidad social

La reflexión sobre la evolución del concepto del interés social no parece que pueda concluirse sin una breve remisión a la que aparece como la tendencia que, en un nuevo movimiento pendular característico del

¹³⁵ V. LANGE, "Das Unternehmensinteresses der Zielgesellschaft und sein Einfluss any die Rechtstellung der die Übernahme fördernde Aufrichtsratsmitglieder", WM 34 (2002), p. 1737 y ss.

¹³⁶ La especial consideración hacia los trabajadores en la reciente Propuesta de Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición [v. su texto en COM (2002) 534 final, 2 de octubre de 2002] 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 Propuesta 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. 13 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 20 de la Propuesta) la información y consulta de los trabajadores de las sociedades implicadas en la opa.

debate en materia de Derecho de sociedades al que ya me he referido, hace hincapié en la responsabilidad social como el criterio hacia el que las empresas (y dentro de ellas, de forma significativa, las sociedades cotizadas) deben orientar su actuación . Desde el momento en que la aplicación de la doctrina de la creación de valor se identificó con algunas de las más escandalosas crisis corporativas en los Estados más desarrollados resultaba previsible que la reacción se orientara hacia la exigencia de una mayor vinculación de las empresas con los valores que suelen invocarse a la hora de precisar en qué consistiría esa orientación social. Ésta ya venía planteándose en el Derecho norteamericano como alternativa al modelo contractualista y al sometimiento de las sociedades a las fuerzas del mercado¹³⁷.

Desde la perspectiva de la tradición del Derecho de sociedades europeo y de la noción acogida para el concepto de responsabilidad social, no parece correcto entender que creación de valor y responsabilidad social sean criterios antagónicos ni en su irrupción, ni en el desarrollo posterior que ambos han registrado. Una y otra idea guardan una evidente relación con el objetivo del buen gobierno corporativo y, por ello, conectan con la noción del interés social¹³⁸. Se trata además de criterios que se dice que pueden llegar a ser compatibles puesto que serán los accionistas quienes, en último término y a través de la cotización de las acciones, resultarán beneficiarios de esa acción social. Con independencia de ello, la

¹³⁷ Véase las referencias que incluye BRANSON, "Corporate Social Responsibility Redux", *Tulane Law Review* 5-6, (2002), p. 1217 y ss.

¹³⁸ Una exposición general del significado y alcance de la responsabilidad social la ofrece el *Libro Verde. Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas*, presentado por la Comisión Europea [v. COM (2001) 366 final, Bruselas 18 de julio de 2001, en especial, pp. 4-5 y 22. Véase, igualmente, la Resolución del Consejo relativa al aseguramiento del Libro Verde sobre la responsabilidad social de las empresas (DOCE C 86, 10 de abril de 2002, p. 3 y ss.)

previsibilidad de esa reacción a favor de la responsabilidad social resultaba de varias razones. La primera es histórica y obliga a señalar que esa responsabilidad social es una orientación que ha aflorado permanentemente en el Derecho de sociedades anónimas. En el siglo pasado, la vinculación del interés social con el “bien común” llegó a tener carta de naturaleza en ordenamientos tan relevantes como la Aktiengesetz alemana de 1937¹³⁹. Entre nosotros, no faltaron opiniones coincidentes y en un entorno político similar¹⁴⁰. Más recientemente, la identificación del interés social con la creación de valor se ha contestado reiteradamente con la invocación de los intereses de los *stakeholders* o con intereses aún más amplios¹⁴¹. Una corriente aún más ambiciosa introduce intereses y valores

¹³⁹ V. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, p. 805.

¹⁴⁰ Dentro del ejemplar de sus *Nuevos hechos nuevo Derecho* existente en su biblioteca, el Profesor Garrigues conservaba distintas reacciones (cartas y recortes de prensa) referidas a la obra. Dentro de ellas figura la noticia aparecida en el Diario Arriba de 14 de febrero de 1941, que informaba sobre la conferencia pronunciada por el propio Garrigues bajo el título “La sociedad anónima en el nuevo Estado”. En ella se incluye un párrafo, cuya autoría no cabe atribuir al conferenciante o al autor de la noticia, que indicaba: “*Otro de los temas de la futura reforma es el de la responsabilidad de los administradores establecida como principio en el Fuero del Trabajo para todas las Empresas. No se trata aquí de la responsabilidad jurídica como mandatarios, sino de una responsabilidad más amplia de carácter social, en la que los administradores de la Sociedad, responderán como fiduciarios económicos de la Empresa y de la economía nacional*”.

¹⁴¹ Un ejemplo significativo de esa orientación que trata de combinar los varios intereses a los que nos hemos referido, la ofrece el proyecto de reforma británico. En el documento presentado por el Gobierno en julio de 2002 se señala: “3. *Improving Governance: Directors*. 3.1. *A company is an abstract entity which can act only through individuals. This section of the text sets out the Government’s proposals on directors, their duties and how their activities are regulated and monitored in this interests of the company.*

Directors’ Duties. General Duties Owed to the Company. 3.2 *The Act contains many specific provisions about responsibilities of directors. A company’s constitution will also define their functions. But general rules about directors’ propriety of conduct and standards of skill and care are laid down by complex and inaccessible case law. The duties are not therefore readily accessible to the layman. Indeed, a 1999 survey of members of the Institute of Directors showed that many company directors were not clear about what their general duties were or to whom they were owed.*

3.3. *The Review considered to whom directors should owe duties and consulted on this issue on several occasions. Its conclusion, with which the Government agrees, was that the basic goal for directors should be the success of the company in the collective best interest of shareholders, but that that directors should also recognize, as the circumstances require, the*

aún más heterogéneos en la consideración necesaria de intereses a los que debe servir el gobierno corporativo¹⁴². Se vincula así la marcha de las corporaciones con invocaciones que van incluso más allá de los fundamentos de la política económica, que constituyen tanto apelaciones generales a la ética o la moralidad, como en advertencias sobre la necesidad de vincular la evolución del Derecho de sociedades a los grandes problemas de las sociedades contemporáneas¹⁴³. El siguiente paso en esa orientación vendrá dado por la traducción legislativa de esa responsabilidad social¹⁴⁴.

Que la actividad de las grandes empresas se vea condicionada en el momento presente por consideraciones de tan amplio alcance es otra

company's need to foster relationships with its employees, customers and suppliers, its need to maintain its business reputation, and its need to consider the company's impact on the community and the working environment.

...

3.6 ... *In particular, the duty in paragraph 2 of the Schedule to the draft Bill makes clear that directors must consider both the short and long term consequences of their actions, where relevant, and take into account where practicable relevant matters such as their relationships with employees and the impact of the business on the community and on the environment": v. Modernising Company Law, pp. 26-27. No faltan críticas por la ambigüedad de esta solución: v. WORTHINGTON, The Company Lawyer 10 (2001), pp. 212-213.*

¹⁴² V. WHEELER, *Corporations and the Third Way*, p. 134 y ss.

¹⁴³ Sirva de interesante ejemplo de esa orientación el simposio titulado *Socio-economics and Corporate Law Symposium: the New Corporate Social Responsibility. What is the "New" Corporate Social Responsibility?*, en *Tulane Law Review*, 5 y 6 (2002), p. 1187 y ss. Se trata de una aportación variada, en donde se exploran, entre otras cuestiones, las posibles relaciones entre el ordenamiento y el gobierno societarios, de una parte, con el terrorismo, los derechos humanos o el racismo. En esas contribuciones se pone de manifiesto el carácter novedoso con el que, desde la perspectiva del Derecho americano de sociedades, se aborda esta responsabilidad social; v. en particular ASHFORD, "The Socio-Economic Foundation of Corporate Law and Corporate Social Responsibility" pp. 1189-1193 y BRANSON, *loc. cit.*

¹⁴⁴ Una vez más la experiencia británica resulta pionera: v. la *Corporate Responsibility Bill*, presentada ante la Cámara de los Comunes el pasado mes de junio de 2002, que aún cuando no resultó aprobada, supuso un intento de sistematizar el régimen de esa responsabilidad social, concretando, entre otros aspectos, los deberes de los administradores, las acciones a favor de los *stakeholders* y sanciones de variado alcance, incluso privativas de libertad, para el supuesto de su infracción.

consecuencia de la tan reiterada globalización. No sólo porque las empresas han alcanzado una dimensión de tal naturaleza que sus actuaciones afectan a grupos de sujetos e intereses que exceden de las categorías tradicionales de *stakeholders* (destacando en este sentido la irrupción de los consumidores y usuarios), sino porque la actividad económica se ve cada vez más condicionada por auténticos principios de conducta social o ética de creciente importancia. Los administradores no pueden ignorar los efectos negativos que pueden derivarse de actuaciones que permitan considerar, por ejemplo, que la sociedad administrada desarrolla proyectos perjudiciales contra el medio ambiente o incompatibles con ciertos derechos humanos (por la utilización de determinados sistemas de producción), al igual que son conscientes del efecto positivo que medidas a favor del medio ambiente, de ciertos grupos sociales o de colaboración con la respectiva comunidad (por ejemplo a través del mecenazgo cultural) comportan. Todo eso es evidente y condiciona cada vez en mayor medida la gestión de las grandes corporaciones, por medio de actuaciones que exceden con mucho de la mera observancia de las diversas disposiciones legales en vigor, y expresan el compromiso de las corporaciones con esos valores y principios sociales. De ahí que parezca razonable plantear que la adopción de programas de responsabilidad social requiera la aprobación de los accionistas a la propuesta correspondiente de los administradores¹⁴⁵.

Mas esa conducta o atención hacia la responsabilidad social no creemos que implique un cambio en la consideración del interés social como la orientación fundamental que deben tener presentes los administradores. Si el interés social debe servir para valorar la actuación leal y diligente de los administradores, la mayor o menor dedicación hacia

¹⁴⁵ V. ROMAGNOLI, *Giur. comm.* 3 (2002), p. 352.

la responsabilidad social no es una referencia satisfactoria. Sin perjuicio de que esa acción social beneficie intereses más o menos amplios, no cabe duda de que éstos están situados fuera del ámbito societario, dentro del cual la correcta actuación de los administradores seguirá dependiendo de la satisfacción de los intereses comunes de los accionistas. La gestión ha de conducirse preferentemente a favor de la rentabilidad y continuidad empresariales. Sólo una gestión rentable será compatible con ese tipo de programas sociales. Estos implican la aplicación de considerables recursos societarios y en no pocas ocasiones se pueden traducir en ventajas para la sociedad que los aplica.¹⁴⁶ Llegamos así a la idea del valor *reputacional* o la ventaja competitiva que se invoca frecuentemente a partir de las buenas prácticas corporativas. Pero, aún aceptando que tales prácticas tengan una traducción ventajosa para las sociedades cotizadas que las llevan a cabo (en concreto a través del incremento de la cotización bursátil¹⁴⁷) y, por lo tanto, para sus accionistas, no creemos que ello permita desplazar el interés social al ámbito extrasocietario y ponderar la diligencia de la gestión en atención al grado de responsabilidad social que hayan desplegado los administradores. Aun cuando la responsabilidad y el interés social aparezcan vinculados, son valores independientes, en el

¹⁴⁶ Una de las organizaciones que han hecho de la promoción de la acción social su razón de ser -la Fundación Empresa y Sociedad- afirma que de la misma deben resultar "*efectos positivos no sólo en la sociedad, sino también en la empresa para ser coherente con el capítulo básico de la empresa socialmente responsable en el que existe menor tradición: la creación de valor a largo plazo para el accionista*" (v. www.empresaysociedad.org/accion_social.cfm).

¹⁴⁷ El ya citado *Libro Verde* de la Comisión Europea indica: "*El hecho de que una empresa sea catalogada como responsable en el ámbito social, por ejemplo mediante su inclusión en un índice de valores éticos, puede favorecer su cotización y aportarle beneficios financieros*", afirmación que amplía con la referencia a algunas investigaciones sobre la rentabilidad financiera de las empresas socialmente responsables. También amplía esa referencia a los efectos de la responsabilidad social sobre la organización de los mercados financieros apuntando sus efectos sobre índice específicos, fondos sociales e información (contable) societaria específica al respecto; v. pp. 8 y 22-23.

sentido de que la satisfacción de la primera no comporta necesariamente la atención del segundo.

VIII. Valor para el accionista en casos especiales.-

Como hemos visto, el criterio de la maximización del valor se suele predicar con carácter general de las sociedades cotizadas. Con ello se incurre, sin embargo, en una desconsideración hacia el hecho de que algunas de esas sociedades y las más importantes, desde luego (así sucede en el caso español), son entidades que a su estatuto de sociedades bursátiles añaden otra circunstancia singular desde el punto de vista jurídico. Me refiero a aquellas categorías empresariales o si se prefiere, a esas sociedades anónimas *especiales* que están igualmente sometidas a un régimen particular en atención a su actividad.

A) Entidades de crédito.

Un primer caso es el de las entidades de crédito que, como sabemos, y cualquiera que sea el criterio que se quiera utilizar a la hora de medir su tamaño, son algunas de nuestras más importantes sociedades bursátiles. ¿Ha de operar en igual medida el criterio de la maximización del valor en un gran banco que con respecto a una sociedad cotizada del ámbito agroalimentario o industrial?. Se trata de una pregunta estúpida, que busca provocar una respuesta basada en lo evidente: el régimen de las entidades de crédito da lugar a un ordenamiento sectorial en el que aparecen intereses característicos que la legislación se ha encargado de tutelar con notoria contundencia (normas imperativas, fortalecimiento del deber de información, exigencias que afectan a los administradores y accionistas, régimen sancionador, intervención administrativa, etc.).

Conceptos como la solvencia o la protección de los recursos propios son principios normativos que no pueden ser postergados y que de acuerdo con las leyes aplicables legitiman la adopción de medidas que someten el interés de los accionistas a otros de más alta consideración: la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, el funcionamiento del sistema de pagos, la garantía de los depósitos, etc.. De ahí que el ordenamiento contemple remedios extraordinarios (sustitución de administradores o intervención de la entidad) que implican, entre otros efectos, una severa limitación de los derechos de los accionistas.

En el caso de las entidades de crédito la maximización del valor para el accionista está supeditada al objetivo de la solvencia. Algunas crisis regionales están suponiendo un claro ejemplo de esa jerarquía de intereses, de forma que la constitución de provisiones extraordinarias conlleva directamente un menor beneficio o, incluso, afecta a la prevista distribución de dividendos. La capacidad de los grandes bancos de mantener su solvencia en momentos de crisis es el tributo que ha de pagar el accionista en el momento presente para la recuperación de sus resultados en el futuro. Una actitud distinta sería, sencillamente, imprudente.

B) Sectores regulados

Un segundo ejemplo cuya ilustración no precisa de una gran imaginación por estar también en la realidad cotidiana nos lo ofrecen las sociedades cotizadas que operan en mercados regulados o que, si se prefiere, desarrollan una actividad vinculada con la prestación de

determinados servicios públicos¹⁴⁸ o que, incluso, pueden continuar siendo calificadas como empresas públicas¹⁴⁹. Tal es el caso de las grandes sociedades eléctricas o de comunicación. En ambos supuestos, aflora de manera recurrente y con más o menos intensidad en atención a la gravedad de los hechos que las motivan, las críticas de usuarios y otros sectores sociales que denuncian las deficiencias en la prestación del servicio (por insuficiencia de infraestructuras, por imprevisión de la demanda, etc.) reprochando a los gestores de esas entidades su exclusiva preocupación por atender a la imagen financiera de la entidad y a los intereses de sus accionistas. Se lleva a cabo una contraposición entre la imposibilidad de disfrutar de servicios tan básicos como la energía eléctrica o el teléfono en las mejores condiciones técnicas y económicas para los usuarios y la ejecución de políticas de crecimiento del valor (irrupción en áreas de negocio ajenas a la prestación de ese servicio público esencial, aplicación de los recursos a adquisiciones poco justificadas desde ese mismo punto de vista, aplicación de la liquidez a la retribución del accionista, etc.). En suma, las sociedades que operan en esos ámbitos deben ser gestionadas tomando en consideración la limitación que para la autonomía de los administradores supone esa constante irrupción de intereses ajenos a los de los accionistas.

¹⁴⁸ Sobre la relación entre ese concepto y los servicios de interés económico general, v. ROLDAN MARTÍN, A., "Los nuevos contornos del servicio público", p. 31 y ss. y 42 y ss.

¹⁴⁹ Sobre tal calificación, v. la STC 177/2002, de 14 de octubre, del Tribunal Constitucional, que para resolver la petición de amparo de un determinado grupo parlamentario ante los acuerdos de la Mesa del Congreso de los Diputados que rechazaban la comparecencia de administradores de sociedades privatizadas, afronta la definición de empresa pública. Este concepto, de acuerdo con la referida Sentencia, no puede hacerse depender, como "*criterio decisivo*" de la titularidad de una determinada participación. Lo que importa es "*la conexión de la empresa con una Administración pública, pudiendo esta última realizar su control sobre aquélla, bien por cauces jurídico-políticos, bien por cauces jurídico-privados*". A partir de las aportaciones del Derecho comunitario (art. 86 TCCE y Directiva 80/723/CE) se concluye que "*lo determinante es que la Administración de alguna manera pueda controlar la empresa determinando su política económica*".

IX. A modo de conclusión.-

El debate sobre el buen gobierno corporativo ha provocado una revisión de distintos conceptos esenciales en la regulación de la sociedad cotizada. Entre los afectados por esa revisión figura el concepto del interés social, que ha revisado al tratar de concretar las funciones de los administradores en la sociedad cotizada.

A partir de la construcción de esa doctrina en el ámbito financiero, algunos códigos de buen gobierno y no pocas empresas cotizadas en los distintos mercados de valores internacionales -incluido el español- asumieron el criterio que convierte la creación de valor para el accionista en el fundamental objetivo de los administradores. Así lo hizo el Informe Olivencia. Esa creación de valor habría de suponer encauzar una diligente administración hacia la más alta cotización bursátil de la acción respectiva. Contra esa orientación, que sitúa exclusivamente a los accionistas en su conjunto como titulares del interés social, se han esgrimido intensas objeciones. Reproduciendo en buena medida el debate clásico en torno al interés social, se reprochaba a la *shareholder value* ser un método de exclusiva protección de los accionistas e incorporar un simultáneo desprecio por todos los demás intereses afectados por la sociedad.

Esas críticas se incrementaron a partir de los problemas y escándalos advertidos en algunas grandes corporaciones, que han provocado una auténtica crisis de confianza en el correcto funcionamiento de los mercados de valores. Una observación de las causas de algunas crisis empresariales permite constatar que los grandes perjudicados por esa creación de valor resultaron ser los propios accionistas.

Como reacción a la orientación que basaba en la evolución de la cotización bursátil la afirmación de una gestión diligente, asistimos en los últimos años a un movimiento que trata de atenuar el significado de la doctrina de la creación de valor, persiguiendo una conciliación entre los intereses de los accionistas y los *stakeholders*. Esa orientación se vincula también las distintas apelaciones que se vienen produciendo recientemente a favor de la responsabilidad social de las empresas, lo que supone requerir de los administradores una atención a favor de intereses cada vez más amplios. Uno de los argumentos sobre los que más se insiste a la hora de fomentar esa responsabilidad social –cuya traducción legislativa parece inminente en algunos ordenamientos europeos– es el de los efectos favorables que la observancia de esa responsabilidad ha de tener para la rentabilidad de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Ahora bien, es evidente que esas orientaciones favorables a la acción social o a la tutela de los *stakeholders* vienen abonadas, sobre todo, por las crisis antes indicadas que se identifican con una época en la que la atención de los administradores estaba limitada a favorecer los intereses de los accionistas a través de la maximización del valor de cotización de las acciones. La definición del interés social no debe, sin embargo, verse constantemente sometida a las circunstancias coyunturales de los mercados.

En la sociedad cotizada el interés común de los accionistas pasa por la creación de valor. Ésta no puede, sin embargo, seguir siendo evaluada exclusivamente atendiendo a la cotización bursátil. El Informe Aldama ha precisado la introducción por el Informe Olivencia del criterio de creación de valor. Lo ha hecho, en primer lugar, advirtiendo que la diligencia de los administradores expresada a través de la creación de valor solo resultará admisible si es capaz de respetar el principio de continuidad a largo plazo de la empresa. En segundo término, se insiste de forma justificada en la

vigencia del deber de lealtad de los administradores en todo lo relacionado con la distribución de ese valor. En este punto deberán eliminarse prácticas que han supuesto que fueran los administradores los exclusivos o principales beneficiarios de una creación de valor que se decía practicar en interés de los accionistas.