

EL GOBIERNO CORPORATIVO ANTE LA CRISIS ECONÓMICO-FINANCIERA*

MARÍA LUISA APARICIO GONZÁLEZ**

Resumen: La grave crisis económica y financiera por la que atraviesa la economía, en la que parecen haber influido ciertas desordenadas conductas empresariales en determinados sectores, ha incrementado la atención sobre la conveniencia de reforzar los niveles de transparencia y control en el ámbito de las sociedades cotizadas, por lo que han vuelto a adquirir actualidad temas como los relativos a garantizar la participación de los accionistas en las Juntas generales, así como los aspectos relativos a la conformación de la remuneración de los administradores societarios.

Palabras clave: Crisis, Transparencia, Sociedades cotizadas, Accionistas, Remuneración, Administradores-consejeros.

Abstract: The deep economic and financial crisis facing the economy, which appears to have influenced certain disorderly conduct business in some sectors, has increased attention on the desirability of enhancing levels of transparency and control in listed companies, for what they have now returned to the topicality items such as those relating to ensuring the participation of shareholders at general meetings, as well as aspects related to the remuneration of the corporate Board of Directors.

Keywords: Crisis, Transparency, Listed companies, Shareholders, Remuneration, Directors.

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN; II. REPERCUSIÓN DE LA CRISIS EN EL ÁMBITO DEL GOBIERNO CORPORATIVO; III. LA INCIDENCIA DE LA CRISIS SOBRE CIERTOS ASPECTOS DEL ESTATUTO DE LOS ADMINISTRADORES SOCIETARIOS; 1. Estado de la cuestión en la UE; 2. Estado de la cuestión en el ámbito español; IV. LA PARTICIPACIÓN DE LOS ACCIONISTAS COMO ELEMENTO DE GOBIERNO CORPORATIVO; V. A MODO DE SUGERENCIA.

* Fecha de recepción: 28 de junio de 2009.

Fecha de aceptación: 30 de junio de 2009.

** Profesora Titular de Derecho Mercantil. Universidad Autónoma de Madrid. Correo electrónico: marialuisa.aparicio@uam.es. Este trabajo se enmarca dentro del Proyecto I+D+I “Estructuración, financiación y control de las sociedades de capital” (DER2008-04725/JURI), dirigido por el Prof. Dr. D. Ricardo Alonso Soto, y subvencionado por la Subdirección General de Proyectos de Investigación del Ministerio de Ciencia e Innovación.

I. INTRODUCCIÓN

La grave crisis financiera en que se encuentra inmersa la economía mundial, desde el año 2008¹, ya es considerada, desde distintos ámbitos, como la más profunda y compleja desde la Gran Depresión de 1929. A lo largo del pasado siglo XX han sido varios los momentos de incertidumbre económica que se vivieron, más o menos largos en el tiempo y con mayor o menor repercusión social; sin embargo, la actual crisis tiene visos de convertirse en un fenómeno que conllevará cambios significativos en la economía, la sociedad e, incluso, por qué no, también en la cultura².

La repercusión que la crisis está teniendo en España ha dado origen a un amplio debate acerca de la conveniencia de la búsqueda de alternativas al actual modelo de actividad

¹ Fue el 18 de julio de 2007, cuando *Bear Stearns* anunció la quiebra de tres *hedge funds* por las pérdidas en las hipotecas *subprime*, y se inicia -según el índice *Dow Jones*- la cronología de la crisis financiera, con repercusiones a partir de entonces; sin embargo, las mayores repercusiones de la misma se han dejado ver durante el año 2008, y sobre todo, tras la quiebra de Lehmann Brothers en septiembre de ese año, motivo por el que se alude a ese momento como aquel desde el que se extiende la crisis y adquiere carácter mundial.

² O, al menos, así parece desprenderse de una serie de intervenciones de personalidades de la política y las finanzas, entre los que destacan el Discurso inaugural del 44º Presidente de EE.UU., BARAK OBAMA: “*Es bien sabido que estamos en medio de una crisis (...) Nuestra economía se ha debilitado enormemente, como consecuencia de la codicia y la irresponsabilidad de algunos, pero también por nuestra incapacidad colectiva de tomar decisiones difíciles y preparar a la nación para una nueva era. (...) Tampoco nos planteamos si el mercado es una fuerza positiva o negativa. Su capacidad de generar riqueza y extender la libertad no tiene igual, pero esta crisis nos ha recordado que, sin un ojo atento, el mercado puede descontrolarse, y que un país no puede prosperar durante mucho tiempo cuando sólo favorece a los que ya son prósperos. El éxito de nuestra economía ha dependido siempre, no sólo del tamaño de nuestro producto interior bruto, sino del alcance de nuestra prosperidad; de nuestra capacidad de ofrecer oportunidades a todas las personas, no por caridad, sino porque es la vía más firme hacia nuestro bien común*” (20 de enero de 2009). En el mismo sentido, la entrevista realizada al Premio Nobel de Economía 2008, PAUL KRUGMAN, por el diario *El País*: “*Nos enfrentamos a un gran test que debemos resolver y es la reconstrucción del sistema financiero. Solíamos tener un sistema más sencillo, con los bancos actuando como intermediarios y luego todo derivó en un sistema de enormes instituciones financieras, complejas y poco reguladas. Claramente eso ha fracasado. Probablemente debamos mirar hacia un modelo más simple y más al viejo estilo. Muchos cambios se producirán de forma natural. Dudo que la gente vuelva a confiar en estos planes financieros complejos y complicados, que en buena medida ya han quebrado: unos 400.000 millones de dólares del sistema financiero han desaparecido. Pero también se necesita más regulación de la que tenemos y eso va a ser duro*” –http://www.elpais.com/articulo/economia/Obama/demasiado/prudente/elpepueco/20090315elpepueco_1/Tes (Consulta: 15-III-2009; 18:15 h.)-. O bien, por último, el Discurso pronunciado el 16 de febrero de 2009, por JEAN CLAUDE TRICHET, Presidente del Banco Central Europeo, en la sede del Parlamento Europeo: “*Los precios de las casas y de los activos cayeron, las instituciones financieras quedaron atrapadas con un exceso de apalancamiento y los hogares y las empresas rápidamente se vieron sobreendeadados. (...) Durante mucho tiempo nos hemos concentrado en la vigilancia de las economías emergentes y en vías de desarrollo, mientras que las economías industriales se consideraban a sí mismas inmunes a las recomendaciones internacionales. La dolorosa lección de la crisis es que las economías industriales también necesitan vigilancia, de hecho una vigilancia rigurosa*” –http://www.cincodias.com/articulo/economia/Trichet-causas-crisis-fue-crear-precio-pisos-subiria-indefinidamente/20090216cdscdseco_18/cd seco/ (Consulta: 16-II-2009; 19:23 h.)-.

productiva, así como a la actuación preventiva por parte de las autoridades en el sector financiero para tratar de proteger a las entidades de crédito españolas frente a los embates a los que se está viendo sometido el sector, como reflejo de la situación internacional, adoptando medidas para apoyar la oferta de crédito a la actividad productiva de empresas y a los particulares mediante la adquisición de activos financieros; **autorizar el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España, y**, ordenando los procesos de reestructuración y de integración de entidades de crédito, con la finalidad de reforzar sus recursos propios³.

Este es el panorama en el que nos encontramos inmersos y para el que, desde las más diversas esferas políticas, económicas y sociales, se están buscando fórmulas que traten de aliviar o, incluso, superar los efectos inmediatos de la crisis. Pero la realidad, nos enseña que, pesar de los esfuerzos y la celeridad con que se está intentando hacer frente a la situación, con frecuencia, lo que se está poniendo en práctica no dejan de ser meros remedios paliativos cuando lo que debería ensayarse serían auténticas medidas sustitutorias en el vigente marco económico-jurídico-social, que pusieran de manifiesto el avance en una serie de principios económicos, jurídicos y éticos que han quedado profundamente debilitados por la erosión a que se han visto sometidos durante la actual crisis. Así planteada, la tarea se presenta ardua. Afecta, prácticamente, a todas las ramas del conocimiento no experimental y deberá realizarse adecuándose a los *tempos* que marquen las tendencias sociales.

II. REPERCUSIÓN DE LA CRISIS EN EL ÁMBITO DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Esta situación también tiene su repercusión sobre disciplinas como el gobierno de las empresas, aspecto muy concreto, aunque de gran importancia en el ámbito del derecho privado económico, que se ha ido consolidando en un corto espacio de tiempo, como una fórmula idónea para conseguir el mejor grado de transparencia y eficiencia en los negocios, y que se aborda básicamente desde las expectativas creadas por la implantación de una serie de buenas prácticas que se recogen en los códigos de buen gobierno⁴.

No es éste el lugar para analizar los orígenes o causa de la situación económica actual, debate de sumo interés, que se presenta complejo y polémico, sino para poner de manifiesto cómo el esfuerzo realizado para ofrecer un estatuto para la gobernanza empresarial lo más

³ El desarrollo de todas esas medidas se encuentra en las siguientes normas: Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la adquisición de activos financieros; Real Decreto-ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro; y, Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

⁴ IGUARTUA, F., “Tras la crisis financiera ¿qué debe cambiar?”, *Revista APD*, núm. 238, 2009, Monográfico sobre *El buen gobierno empresarial en la encrucijada*, pp. 22 y ss.

eficaz posible, se ha visto desbordado por ciertos comportamientos, carentes de ética, que han perjudicado la credibilidad de lo actuado hasta ahora, y sin que –por el momento– se esté reaccionando contundentemente contra aquellas personas que han adoptado las decisiones confundidas, o cuando menos, inidóneas, en el orden económico-financiero de las empresas, por lo que, además, esas conductas han repercutido negativamente en aquellos inversores que habían confiado en la “creación de valor” de sus acciones, y que ahora se encuentran sin capacidad de reacción ante el desmoronamiento de los mercados financieros⁵.

La disciplina del Gobierno corporativo creció y se consolidó muy rápidamente en los países de economías más avanzadas, con independencia del modelo jurídico que rigiera su estructura empresarial. El interés por los Códigos de Buen Gobierno corporativo se extendió rápidamente desde el ámbito anglosajón al resto de países⁶, adquiriendo carta de naturaleza la adopción de códigos con la finalidad de aplicar el principio “*cumplir o explicar*”. Sin embargo, esa tendencia que alcanzó fuerza normativa en la UE, en 2004⁷, parece que no ha dado todos los frutos que se esperaban, como nos demuestra la observancia de la realidad que se vive, por lo que puede afirmarse que se ha creado una importante confusión respecto a la eficacia de los códigos de conducta. En pocas palabras: el sistema de transparencia y la aplicación del principio “*cumplir o explicar*”, como gran valedor de la disciplina, no han logrado impedir la constatación de ciertas conductas poco escrupulosas⁸ o, simplemente,

⁵ Fox, J., *The Myth of the Rational Market: a history of risk, reward and disillusion on Wall Street*, ed. Harper Collins, New York, 2009. En esta obra el autor desmonta la validez actual de la teoría del mercado eficiente, surgida en los años sesenta en la Universidad de Chicago y que obtuvo gran éxito hasta los noventa en EE.UU., por medio de mantener felices a los inversores a través de la creación de valor de sus acciones. Con ello, los administradores societarios se preocuparon más por las ganancias económicas, a corto plazo, que por los estados contables de las empresas, que aseguraran la inversión a largo plazo, con lo que ello significa; y, sin olvidar que aquella actitud ha sido, en buena medida, la que ha justificado las escandalosas retribuciones e incentivos de los miembros de la mayoría de los consejos de administración de las sociedades cotizadas.

⁶ Desde que se publicara el *Cadbury Report (The financial aspects of corporate governance)*, 1992, (<http://www.ecgi.org/codes/>), la evolución de la disciplina ha sido muy rápida y, posteriormente, los *Principios de la OCDE*, de 1999 (<http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>), revisados en 2004, sirvieron de impulso para que todos los países del entorno citado con anterioridad propusieran sus propios Códigos de Gobierno Corporativo, basados en las buenas prácticas.

Merece la pena destacar las palabras con las que DONALD J. JOHNSTON, Secretario General de la OCDE, hace la Introducción a la edición revisada en 2004 de los Principios: “*Cabe destacar que nuestros esfuerzos también contribuirán al desarrollo de una cultura de valores en el ámbito del comportamiento profesional y ético, del cual dependen los mercados que funcionan correctamente. La confianza y la integridad juegan un papel fundamental en la vida económica, y por el bien de los negocios y por un futuro próspero, debemos asegurarnos de que obtienen la recompensa debida*”. Los citados e importantes Principios de la OCDE se encuentran, actualmente, en revisión.

⁷ Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (DO L 390 de 31.12.2004, pp. 38/57).

⁸ BERNARD L. MADOFF se ha convertido en el paradigma de la corrupción empresarial con el escándalo que estalló en diciembre de 2008. MADOFF fundó la *Bernard L. Madoff Securities LLC* en 1960, empresa de servicios de inversión que operaba desde *Wall Street*, siendo considerada como una de las más importantes en el ámbito norteamericano y con clientela internacional. Y así fue hasta que una desafortunada carrera de inversiones

apáticas⁹ de algunos protagonistas financieros y empresariales en el ámbito internacional, y que se han producido a la vista de autoridades, reguladores o supervisores y agencias de calificación, que están coadyuvando a poner a los mercados financieros internacionales al borde de su colapso. De ahí la importancia de la tarea constante de ciertos foros europeos que refleja la preocupación por reforzar la disciplina en la materia.

III. LA INCIDENCIA DE LA CRISIS SOBRE CIERTOS ASPECTOS DEL ESTATUTO DE LOS ADMINISTRADORES SOCIETARIOS

1. Estado de la cuestión en la UE

Desde que la Comisión Europea pusiera en marcha el “*European Corporate Governance Forum*”, por Decisión de 15 de octubre de 2004¹⁰, como un instrumento para el seguimiento del Plan de Acción de 2003 para la “Modernización del Derecho de Sociedades

sin fondos dio lugar a la mayor estafa hasta ahora conocida, por lo que fue detenido por el FBI y acusado de fraude. Se encuentra pendiente de juicio.

Sin embargo, no es éste el único escándalo en nuestros días. Menos conocido pero no por ello menos espectacular es el protagonizado, una vez más en EE.UU., por MARK BLOOM, propietario de *North Hills Management*, un *Hedge Fund* que ha operado hasta diciembre de 2008 garantizando un beneficio anual de un 12%, cuando en realidad los fondos ingresados por los inversores eran desviados para usos personales (ABKOWITZ, A., “*Mark Bloom goes from jet setter to pauper*”, *Fortune*, nº 11, 2009, p. 12), aunque este caso no puede ser tratado de manera paralela a aquellos otros que se han producido en entidades financieras (Fanny Mae; Lehmann Brothers; etc.). A pesar de ello, si ha contribuido a crear una opinión perversa respecto a las conductas de quienes se supone que deben proteger y ayudar a crecer el dinero de los inversores, para que sigan confiando en la “creación de valor para los accionistas”. Esta filosofía, que se imputa a JACK WELCH, ex presidente de *General Electric*, y que ha dominado el mundo corporativo durante más de veinte años, ahora es considerada una “idea estúpida” por el propio WELCH, contradiciendo sus originarias ideas en una entrevista concedida al diario británico “*Financial Times*” (www.expansion.com. Consulta: 30-VI-2009, 19 horas).

⁹ ABADÍA, L., quien en *La crisis ninja y otros misterios de la economía actual*, ed. Espasa-Calpe, Barcelona, 2008, 11ª ed., explica –con gran éxito editorial y mediático– cómo surge la idea de ofrecer a los denominados *ninja* (*no income, no job, no assets*), toda clase de hipotecas para la adquisición de viviendas, si bien más caras por afrontar más riesgos, aprovechando el *boom* inmobiliario, e incluso por encima del valor de la vivienda con la esperanza de obtener un beneficio seguro, dada la especulación que, en aquellos momentos de los años 2000-2007, movía el mercado inmobiliario norteamericano (hipotecas *subprime*). Estas operaciones lograron un gran éxito en aquellos momentos y provocó que los bancos precisaran más volumen de dinero para poder continuar ofreciendo esa clase de créditos y, de ese modo, seguir incrementando su negocio, por lo que se empieza a acudir a la titulización, la cual, a su vez, favorece la confección de “paquetes” (*Mortgage Backed Securities* –MBS–) en los que se van introduciendo las hipotecas *subprime*, que se ponen a disposición de bancos de inversión y son calificadas como *equities* por las sociedades o agencias de calificación de deuda (*rating*). Los MBS de peor calificación (*equities*) tienen muchas dificultades para ser colocados en el mercado, por lo que se solicita su recalificación, a pesar del exagerado riesgo que conllevan. Así, la bola de nieve crece y crece hasta que llega la caída del mercado inmobiliario, a principios de 2007. El resto de la historia, hasta hoy, es sobradamente conocido.

¹⁰ DOUE L321, p. 53.

y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea”¹¹, el Foro publica, entre otros documentos, Informes anuales que contienen el nivel de cumplimiento de las recomendaciones europeas con arreglo a lo previsto en el Plan de Acción, y lo cierto es que esos Informes –hasta ahora, publicados los correspondientes a los años 2005 a 2007– revelan la escasa eficacia de las recomendaciones, tanto por su no asunción, como por la falta de la correspondiente explicación sustitutoria¹², con lo que, en buena medida se están frustrando las expectativas que se dieron en el momento de la adopción del citado Plan¹³. Aún así, parece oportuno calificar de positivos los avances que se vienen dando en la materia, pues desde que se observaron los primeros signos de la crisis actual, se ha incrementado la preocupación por seguir avanzando en la tendencia de recomendar buenas prácticas que consigan un mayor control y transparencia en aspectos concretos del gobierno empresarial, destacando los relativos a la remuneración total de los administradores societarios (remuneración fija, variable, dietas, atenciones estatutarias, opciones sobre acciones u otros instrumentos financieros, así como otros posibles componentes), dado que, por regla general, el esquema adoptado para conformar la parte variable de la misma es uno de los elementos que ha provocado el incremento de los riesgos financieros sin afianzar la política empresarial a medio o largo plazo. Y, por supuesto, haciendo referencia a la citada remuneración en función de la tipología del administrador-consejero, en su condición de dominical, ejecutivo, independiente o bien de otro tipo.

Para favorecer un cierto control por parte de los accionistas sobre las remuneraciones así como para que se tenga conciencia de los riesgos que se asumen con los acuerdos que se adopten en esta materia, el Foro considera necesario, y no meramente recomendable, la adopción de una serie de medidas tendentes todas ellas a recomponer la proporcionalidad entre el nivel de la retribución y los resultados empresariales. Y, quizás lo que a la postre puede resultar más importante, el Foro avanza un paso más en sus propuestas de buen gobierno, afirmando que, aunque no parece conveniente todavía que la cuestión relativa a la esencia de la remuneración de los administradores sea objeto de una iniciativa normativa en el ámbito de la UE, porque se trata de una cuestión en la que coexisten distintas prácticas y tradiciones según el nivel y peculiaridades de cada Estado miembro, sí es necesario que se hagan públicas decisiones como la política retributiva de los administradores de las sociedades cotizadas en el espacio interno de la Unión; la remuneración individualmente considerada;

¹¹ Para el estudio de los antecedentes del Plan de Acción, vid. APARICIO GONZÁLEZ, M.L., “Gobierno corporativo: entre el Derecho y la ética empresarial”, *RDM* núm. 257, 2005, especialmente, pp. 1140-1143.

¹² En todos los informes de esos años se hace referencia a la necesidad de que las acciones de los diversos Estados de la Unión procuren converger en normas y prácticas que fomenten, entre otros objetivos, la eficiencia de las sociedades así como ayuden a elevar el nivel de confianza de los accionistas en las mismas. Para alcanzar esas metas se considera fundamental el cumplimiento del principio “*cumple o explica*”.

¹³ Tras algunos escándalos financieros estadounidenses, principalmente Enron y Worldcom, en Europa empezó a darse una corriente doctrinal que propugnaba reforzar y armonizar los instrumentos jurídicos para incrementar la eficiencia empresarial y la confianza de los accionistas. HOPT, K., *Modern Company and Capital Market Problems. Improving European Corporate Governance after Enron*, *ECGI Law Working Paper* nº 5, 2002.

así como las modificaciones que se pudieran proponer en ese orden, al incorporarse en los correspondientes Códigos de gobierno corporativo, de manera que se aseguren los intereses de la sociedad, a medio y largo plazo. En definitiva, las buenas prácticas que el Foro estima necesario incorporar a los Códigos, por lo que se refiere al régimen de la remuneración de los administradores, hacen referencia a que la parte variable de la remuneración esté en proporción con el total de la misma; que esa parte variable se vincule a factores que representen un crecimiento real de la sociedad y un incremento del valor de las acciones; que el pago de bonificaciones anuales se difiera en el tiempo, al objeto de verificar el cumplimiento de los objetivos empresariales; y que las indemnizaciones por despido, siempre y cuando sea oportuno su reconocimiento, se limiten al equivalente a dos años de remuneración¹⁴. Estos consejos han sido recogidos por la Recomendación 2009/385/CE de la Comisión de 30 de abril de 2009 (DOUE L 120 de mayo), que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa, y la Unión Europea invita a los Estados Miembros a su aplicación antes del 31 de diciembre de 2009¹⁵.

Son de sobra conocidas las dificultades que, desde sus primeros tiempos, está teniendo la UE para conseguir la aprobación de textos normativos comunes, cuando es preciso incorporar reglas relativas al funcionamiento del órgano de administración en las sociedades de capital¹⁶. La existencia de dos distintos modelos para organizar la administración societaria –monista y dualista– ha puesto de manifiesto las enormes dificultades que conlleva lograr un mínimo avance en las políticas empresariales dentro del mercado interior. La solución de compromiso adoptada en 2001 para conseguir la creación de una nueva figura societaria europea –la sociedad anónima europea– se ha visto posteriormente reiterada con la aprobación del estatuto de la cooperativa europea¹⁷, e igualmente, será una propuesta en el esperado estatuto de la sociedad privada europea (SPE), como solución específicamente

¹⁴ “*Statement from the European Corporate Governance Forum on executive remuneration*”, publicada el 24 de marzo de 2009 (http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm), tras la celebración de una Mesa Redonda organizada por la Comisión Europea, con intervención de expertos en el tema.

¹⁵ Publicada en el DOUE (L 120) del 15 de mayo de 2009.

¹⁶ La aprobación del Reglamento sobre la sociedad anónima europea (SE) puede ser considerado un claro ejemplo de las dificultades para alcanzar la aprobación de políticas comunes. La actitud intransigente de algunos países, entre ellos España, condujo a la aprobación del Reglamento (CE) n.º 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, sobre el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea, y la Directiva 2001/86/CE del Consejo, de 8 de octubre de 2001, por la que se completa el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores, conjunto normativo de gran dificultad técnica para su aplicación práctica, con lo que la ansiada norma europea ha originado una figura poco menos que ignorada prácticamente en toda Europa. Así lo pone de manifiesto que, desde la entrada en vigor del citado Reglamento, en octubre de 2004, y después de cinco años, no se haya constituido o transformado en sociedad anónima europea prácticamente ninguna, con la conocida excepción de Allianz, SE, uno de los mayores proveedores de servicios financieros europeo.

¹⁷ Reglamento (CE) n.º 1435/2003, de 22 de julio de 2003, del Consejo relativo al estatuto de la sociedad cooperativa europea y Directiva 2003/72/CE del Consejo, de 22 julio de 2003, por la que se completa el estatuto de la sociedad cooperativa europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores.

orientada para la estructura jurídica de las pequeñas y medianas empresas europeas¹⁸. Por ello, parece oportuno aplaudir la iniciativa de la Comisión Europea en cuanto al régimen de la remuneración de los administradores de las sociedades cotizadas.

2. Estado de la cuestión en el ámbito español

El nivel de cumplimiento de las recomendaciones europeas en España, para tratar de lograr el mayor nivel de transparencia y eficacia en las sociedades cotizadas, presenta un panorama bastante similar al del resto de los países europeos.

La acumulación de normas legales y recomendaciones no parece ayudar mucho a la consecución de un estatuto dinámico de los consejeros que integran los Consejos de administración de las sociedades cotizadas, porque a las normas societarias sobre administradores, en general (arts. 123 a 135 LSA), y Consejo de administración (arts. 136 a 143 LSA), hay que añadir las previsiones de la Ley del Mercado de Valores (arts. 111 a 117), y la casi totalidad de las Recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG), de 19 de mayo de 2006. Con todo ello, se somete a la figura del administrador societario a un complejo estatuto del que nace un exhaustivo conjunto de funciones y deberes para con la sociedad, cuestión ésta que sugiere grandes dudas respecto a la conveniencia de su mantenimiento futuro en tales circunstancias¹⁹.

Entre todas esas medidas, como acabamos de ver, merece especial atención el interés con que desde la Unión Europea se ha dibujado un conjunto de reglas en materia de remuneración²⁰ y nombramiento de consejeros independientes²¹, fundamentalmente, en las sociedades cotizadas y que, por el momento, son las que pueden ofrecernos datos reveladores del nivel de incorporación a los códigos de buena conducta en los distintos países de la Unión así como de su estado de cumplimiento.

¹⁸ Propuesta de Reglamento del Consejo por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Privada Europea, presentada por la Comisión Europea, Bruselas 25 de junio de 2008, COM(2008) 396 final. Este texto sí que aporta novedosas soluciones en cuanto a la estructura tradicional de las sociedades de capital, que van desde permitir que la sociedad se constituya con un euro de capital, hasta la no obligatoriedad de celebrar materialmente juntas de socios para la toma de decisiones. En cuanto a la organización de la administración, la escritura de constitución la definirá, pudiéndose optar entre un sólo administrador o varios, sistema dual o monista; y, en cualquier caso, previendo la participación de los trabajadores en la SPE, la estructura de administración elegida deberá permitir el ejercicio de este derecho.

¹⁹ Del conjunto de obligaciones de los administradores emana un variado elenco de responsabilidades que han sido objeto de tratamiento reiterado en la literatura societaria. Véanse por todos, RODRIGUEZ RUIZ DE VILLA/HUERTA VIESCA, *La responsabilidad de los administradores por las deudas de las sociedades de capital*, Pamplona, 2008; ROJO/BELTRÁN, (dir.), *La responsabilidad de los administradores*, 2ª ed., Valencia, 2008.

²⁰ Recomendación 2004/913/CE (DOUE L385, de 29 de diciembre de 2004).

²¹ Recomendación 2005/162/CE (DOUE L52, de 25 de febrero de 2005).

Por otro lado, el Código Unificado de Buen Gobierno contempla un conjunto de Recomendaciones (núms. 35 a 41) abocadas todas ellas a conseguir el mayor grado de transparencia en la composición y distribución de las retribuciones de los consejeros; y para lograrlo, se incorpora una sugerencia relativa a que la Junta general conozca sobre las mismas, pero sin necesidad de que se adopte en su seno acuerdo alguno al respecto. Esta solución significa un avance en el tema, y así se reconoce por la mayoría de los interesados en la materia, por lo que ha sorprendido el tenor de dos recientes sentencias del Tribunal Supremo, negando toda posibilidad de fijar la remuneración que no haya sido objeto de determinación cualitativa y cuantitativa por los estatutos de la sociedad, con arreglo a lo previsto por el artículo 130 LSA. Por tanto, en cierta medida, podría decirse que los jueces españoles, con sus decisiones, van más allá de las soluciones más recientes propugnadas en el seno de la Unión Europea, lo cual por su rigorismo, “parece a todas luces inoportuno, en relación con los esfuerzos que se están llevando a cabo, en la actualidad, para conformar una disciplina de gobierno corporativo basada en el control y la transparencia”²².

Sin embargo, la doctrina que fijan las citadas decisiones jurisprudenciales parece estar en el extremo opuesto de los análisis que incorporan los Informes anuales de gobierno corporativo, elaborados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y que apuntan las dificultades que rodean el tema y, consecuentemente, el escaso nivel de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado por parte de las sociedades cotizadas²³, con la excepción de la banca, sector que supera al resto de compañías en el cumplimiento de las normas de gobierno corporativo, con la presentación de un mayor número de informes individualizados sobre la composición de la retribución de los consejeros, según se desprende de un reciente estudio²⁴.

²² Cfr., PAZ-ARES, C., “*Ad impossibilia nemo tenetur* (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores)”, *Diario La Ley*, 10983/2009, 17 de marzo de 2009, pp. 1-7. Dos recientes sentencias de la Sala 3ª del Tribunal Supremo, ambas de 13 de noviembre de 2008, dan paso al autor para criticar y rechazar la doctrina que en ellas se sienta respecto al régimen de remuneración de los administradores societarios, previsto por el artículo 130 LSA, al abordar la delimitación de los ámbitos tanto objetivo como subjetivo del precepto. Según la nueva doctrina jurisprudencial, “los estatutos necesariamente han de fijar el importe exacto de las retribuciones (...), o, una fórmula de cálculo «que permita determinarlo perfectamente, sin ningún margen de discrecionalidad»”. En sentido contrario, véase FARRANDO MIGUEL, I., “Comentario a las STS de 13 de noviembre de 2008 sobre retribución de administradores. La remuneración de los administradores y la doctrina jurisprudencial del doble vínculo”, *RdS*, núm. 32, 2009, pp. 99-132. Además, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Comentario a las SSTs de 13 de noviembre de 2008 sobre retribución de administradores. Grado de concreción del sistema retributivo de los administradores en los estatutos sociales de una sociedad anónima”, *RdS*, núm. 32, 2009, pp. 79-97.

²³ Francamente reveladoras de la situación son las palabras con las que el Informe anual de la CNMV, correspondiente al año 2008, se refiere a la cuestión al afirmar que “las políticas sobre las retribuciones de los consejeros y su nivel de transparencia han sido, y siguen siendo, uno de los aspectos más polémicos del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Las recomendaciones del Código Unificado con menor nivel de seguimiento son las relacionadas con la transparencia de las retribuciones de los consejeros, que siguen totalmente menos de un 30% de las sociedades cotizadas. Las compañías argumentan que la legislación vigente ya obliga a dar una información detallada a los accionistas sobre remuneraciones del Consejo” (p. 152).

²⁴ CRESPI CLADERA-PASCUAL FUSTER, “Las prácticas de gobierno corporativo de las entidades bancarias cotizadas en España 2004-2007. Análisis comparado con el mercado continuo”, *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España, núm. 16, Mayo, 2009, pp. 83 y ss.

IV. LA PARTICIPACIÓN DE LOS ACCIONISTAS COMO ELEMENTO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Pero, en realidad, existen también otras políticas dentro de ese mismo marco que persiguen alcanzar un mayor grado de transparencia en la gobernanza empresarial, y que van dirigidas a motivar la participación de los accionistas en la toma de decisiones de las sociedades, por medio de facilitar su derecho de asistencia y de voto en las Juntas generales, a través de medios telemáticos. En este sentido, el citado Plan de Acción de 2003 ya contemplaba una recomendación de la Comisión Europea en el sentido de que deberían adoptarse nuevas iniciativas adaptadas con objeto de reforzar los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas y que, además, debían solucionarse urgentemente los problemas relativos a la votación transfronteriza. Posteriormente, el Parlamento Europeo apoyó la propuesta de la Comisión para consolidar los derechos de los accionistas y sugirió una serie de medidas tendentes a reforzar la transparencia, el voto por representación, la participación por medios electrónicos en las Juntas generales, y el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto²⁵.

Aquellas iniciativas dieron lugar a la aprobación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas²⁶. La Directiva, básicamente, garantiza la igualdad de trato a todos los accionistas que estén en la misma posición por lo que se refiere a la participación y al ejercicio de derechos de voto en la Junta general (art. 4); reconoce el derecho de los accionistas a incluir puntos en el Orden del día de la Junta general y también el derecho a presentar proyectos de resolución sobre puntos que ya estén incluidos o que deban incluirse en el Orden del día de la Junta general (art. 6).

Por lo que se refiere al ejercicio del derecho de voto, el preámbulo de la Directiva reconoce expresamente que facilitar y fomentar este derecho del accionista “es un requisito indispensable para el buen gobierno de las empresas”, con lo que no parece oportuno establecer reservas o dudar de la voluntad comunitaria respecto al apoyo incondicional a solucionar el problema del absentismo de los socios en las Juntas. Sin embargo, hasta la fecha, ninguno de los veintisiete países de la UE, con la única excepción de Polonia, ha notificado a la Comisión la transposición de la Directiva, y ello, teniendo en cuenta que la fecha límite para su adaptación está prevista para el 3 de agosto de 2009 (art. 15)²⁷. Y todo ello, teniendo en cuenta que el Plan de Acción estableció, para el desarrollo de la modernización del Derecho de sociedades, un marco de actuaciones a corto (2003-2005), medio (2006-2008) y largo plazo (a partir de 2009), en el que se preveía que la cuestión relativa

²⁵ Resolución del Parlamento Europeo de 21 de abril de 2004 (DOUE C104 E, de 30 de abril de 2004).

²⁶ DOUE L184, de 14 de julio de 2007.

²⁷ Datos de la Comisión Europea relativos al estado de la transposición de Directivas en el ámbito del Derecho de Sociedades, a 25 de mayo de 2009.

a los derechos de los accionistas era una “iniciativa preferente” que debería ponerse en marcha en el primero de los períodos reseñados.

El juego entre normas legales y recomendaciones de los códigos de conducta, dirigidas a establecer un estatuto de los administradores societarios, por un lado, y de la participación de los accionistas en la vida interna de la sociedad, por otro, ofrece un catálogo de requisitos, reglas de conducta, derechos y deberes, lo suficientemente amplio y complejo como para pensar que “todo está previsto”. Nada más lejos de la realidad. Desde el punto de vista de la adaptación normativa del Derecho de sociedades español, puede decirse que los avances, hasta ahora, son más bien escasos. En efecto, las modificaciones incorporadas a los artículos 97 LSA, sobre convocatoria de la Junta²⁸, y 105 LSA, sobre limitaciones del derecho de voto²⁹, no dan cobertura suficiente a lo que establece la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio de 2007, para el caso de las sociedades cotizadas, puesto que la LSA concede carácter estatutario al reconocimiento del voto electrónico (art. 105.4), con lo que se deja en manos de la propia sociedad incorporarlo o no a sus estatutos, algo que, sin duda, puede afectar esencialmente a la estructura actual de las sociedades cotizadas³⁰. Y, tampoco la Ley del Mercado de Valores, como marco legal que contempla las peculiaridades de las sociedades cotizadas, dice nada al respecto³¹.

Hoy en día, nadie pone en duda que el grado de seguridad, simplicidad y rapidez que implica la utilización de medios telemáticos para la realización de cualquier operación comercial, administrativa o tributaria, en definitiva, cualquier gestión o negocio, tanto de naturaleza pública como privada, son ejemplos válidos y extrapolables al ámbito de las sociedades mercantiles, para que los socios participen en sus Juntas generales y se reconozca realmente aquello que siempre se ha propugnado de este órgano societario, como es su soberanía, puesta en duda, sin embargo, con demasiada frecuencia, precisamente por la endémica ausencia de los accionistas en las reuniones, problema que se acentúa cuando estamos en presencia de una sociedad cotizada, por las especiales características que

²⁸ Disposición final primera, tres, de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la Sociedad Anónima Europea domiciliada en España.

²⁹ Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

³⁰ Para el estudio y crítica de la modificación de los artículos citados en el texto, véanse por todos, RECALDE CASTELLS, A., “Consideraciones de política-jurídica sobre el ejercicio de los derechos de voto, asistencia y representación “a distancia” (incluido el voto electrónico) en las sociedades anónimas españolas, *Revista Aranzadi de derecho y nuevas tecnologías*, núm. 19, 2009, pp. 19-31, y la exhaustiva bibliografía citada en el trabajo; y, BOQUERA MATARREDONA, J., “Prelación de representaciones y votos emitidos electrónicamente en la Junta General de las Sociedades Anónimas”, *Revista Aranzadi de derecho y nuevas tecnologías*, núm. 19, 2009, pp. 51-58.

³¹ Para el análisis del régimen general de la sociedad anónima y el especial tratamiento de la sociedad cotizada, una vez más, se estima necesario recordar, con carácter general, todas las obras en esta materia de ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS, y en especial “*Ius publicum-Ius privatum*. Gobierno corporativo y Mercado de Valores (una lección)”, en la recopilación editada por SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU/OLEO BANET/MARTÍNEZ FLOREZ, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid, 2008.

configuran, generalmente, la localización territorial de sus accionistas y que contribuye a incrementar su absentismo.

Adoptar medidas que promuevan o faciliten el ejercicio de ese derecho redundaría también en el reforzamiento del principio “*una acción, un voto*” y en el distanciamiento de la consideración del accionista como mero inversor, desde cuya perspectiva, su interés en la sociedad residiría, única y exclusivamente, en el incremento del valor de mercado de su acción, pues lo contrario obligaría a toda una reconsideración del sistema actual o, al menos, al reconocimiento de un estatuto jurídico propio del inversor, alejado de tutelas societarias.

No se explica muy bien que, entre las modificaciones que se han incorporado al Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, con motivo de la aprobación de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, no se encuentre ninguna de las recomendadas por la Directiva citada, con la excepción de la relativa a la igualdad de trato de los accionistas, al expresar que “la sociedad deberá dar un trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas” (art. 50.bis), si bien por la ubicación que se ha dado al precepto en la Ley, en el contexto de los derechos del accionista, no parece que el legislador haya querido limitar la igualdad a su participación en la Junta general y al ejercicio del derecho de voto, como hace la Directiva, sino que puede interpretarse que se extiende al conjunto de derechos que le otorga la acción y que, con carácter mínimo, son objeto de enumeración en el artículo 48 de la misma.

V. A MODO DE SUGERENCIA

La situación anteriormente descrita permite sugerir la conveniencia de la adopción de una serie de actuaciones tendentes a incorporar, a corto plazo, al sistema de gobierno corporativo español las principales novedades que se han apuntado más arriba y que se concretan, por un lado, en la urgente incorporación al Derecho español de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, con la finalidad de aplicar con carácter legal el derecho al voto a distancia, por medios telemáticos; y, por otro, enmendar el Código Unificado de Buen Gobierno a los efectos de incorporar al mismo las buenas prácticas recogidas en la Declaración del Foro Europeo de Gobierno Corporativo, en materia de remuneración de los administradores, recordando que en este mismo sentido se ha manifestado la voluntad conjunta de los líderes europeos, en la reunión del Consejo Europeo, celebrado en Bruselas los días 18 y 19 de junio de 2009, donde se invitó a los Estados miembros a que decidan cuanto antes sobre las remuneraciones en el sector financiero, con arreglo a las nuevas prácticas presentadas por la UE³².

³² Punto 18 de las “*Conclusiones de la Presidencia*”, Documento 11225/09, Consejo de la Unión Europea, Bruselas, 19 de junio de 2009.