

## LA AUTORREGULACIÓN EN EL ÁMBITO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS: NOTAS EN TORNO AL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA Y EUROPA

### THE SELF-REGULATION IN THE ENVIRONMENT OF THE LISTED COMPANIES: NOTES ON THE GOOD CORPORATE GOVERNANCE IN SPAIN AND EUROPE

David López Jiménez<sup>1</sup>

#### RESUMEN

Uno de los escenarios en el que el fenómeno de la autorregulación está desempeñando una función muy relevante es el societario. En efecto, en el ámbito de las sociedades cotizadas, debido, en gran parte, a los escándalos acontecidos en tal sector, se han aprobado un elenco de iniciativas de buen gobierno corporativo. Este tipo de prácticas, con buen criterio, se han extendido a nivel mundial. En el presente artículo, efectuaremos ciertas consideraciones que centraremos en el espacio comunitario, con especial atención de la situación imperante en España.

#### Palabras clave

*Autorregulación, buen gobierno, derecho privado, Europa, sociedades cotizadas*

#### ABSTRACT

One of the scenarios in which the phenomenon of self-regulation is occupying a very important place is the corporate. Indeed, in the environment of the listed companies, due in large part to the scandals that occurred in that sector, there has been approved a list of good corporate government. Such practices have spread worldwide. In this paper, we will make certain considerations that focus on the community space, with special attention to the actual situation in Spain.

#### Keywords

*Self-regulation, good governance, private law, Europe, listed companies*

#### INTRODUCCIÓN

La conocida crisis de 1929 de *Wall Street* fue, qué duda cabe, uno de los primeros avisos que puso de manifiesto la imperiosa necesidad de que las sociedades resulten transparentes y, por ende, que los directivos de las mismas rindan las cuentas que, en su caso, procedan frente a los accionistas de las mismas.

*Richard Eells* fue el primero en acuñar la denominación de gobierno corporativo con la finalidad de aludir al gobierno de carácter societario. Aunque la doctrina no se ha puesto de acuerdo, de manera unánime, sobre un concepto que resulte suficientemente preciso al respecto, podemos convenir, con *Andrei Shlifer* y *Robert W. Vishny*, que el gobierno corporativo, en gran parte, representa una suerte de medios y formas en

---

<sup>1</sup> Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid (España). Doctor (con mención europea) por la Universidad de Sevilla y por la Universidad Rey Juan Carlos Universidad Autónoma de Chile. Es autor de varias monografías y artículos. Miembro de más de diversos proyectos de investigación.

virtud de quienes conceden fondos de carácter corporativo se aseguran una retribución suficiente a sus correspondientes inversiones. También se ha afirmado, a este respecto, que las medidas de buen gobierno corporativo tendrían como fin evitar los eventuales problemas que podrían plantearse como consecuencia de la disociación que se suscita en las sociedades cotizadas entre poder –administradores– y propiedad –accionistas–. Se trata, en suma, de garantizar, en todo momento, una gestión societaria correcta y eficiente.

Ahora bien, a pesar de las extraordinarias bondades que, en la práctica, ostenta el gobierno corporativo, no siempre ha existido. En efecto, a mediados del siglo pasado, las grandes corporaciones empresariales tenían gran parte del control de la práctica totalidad de los asuntos de negocios. En otros términos, no existía una verificación externa que, de alguna forma, pudiera controlar los posibles excesos que, en su caso, se efectuasen por parte de los directivos.

El origen de los cambios en la estructura y la forma de gobierno de las grandes sociedades cotizadas que, poco a poco, han ido instalándose en todos los mercados de capitales desarrollados –y entre ellos el español– lo encontramos en la conmoción producida en los Estados Unidos por dos famosos escándalos de la década de los setenta, a saber: por un lado, la debacle de la compañía *Penn Central* y, por otro, la revelación, en el marco de la investigación del caso *Watergate*, del pago de sobornos, por parte de grandes compañías, a ciertos políticos nacionales y extranjeros.

En todo caso, además de lo mencionado, como consecuencia de los escándalos empresariales recientemente acontecidos –caso, a título de ejemplo, de *Enron*, *Tyco* y *Worldcom*–, se plantea la necesidad de establecer ciertos controles.

La conveniencia de establecer prácticas de buen gobierno corporativo se ha sugerido tanto en el Derecho continental europeo como en el Derecho anglosajón o *common law*. Las fórmulas de gobierno corporativo y la arquitectura regulatoria aplicada a las sociedades cotizadas, se han ido desarrollando, de forma asimétrica, tanto en los

distintos países de la Unión europea como en los Estados Unidos. En ambos casos encontramos ejemplos al respecto. Los Estados comunitarios cuentan con un elenco de normas, fundamentalmente orientadas a la transparencia y a la protección del ejercicio de los derechos de los accionistas en las Juntas. Sin embargo, de forma complementaria y a diferencia de los Estados Unidos, los Estados europeos han desarrollado códigos nacionales con recomendaciones de diferente extensión y grado de exigencia, la mayoría de los cuales, dicho sea de paso, se someten a evaluaciones periódicas.

Si bien los problemas del buen gobierno de la empresa y los de la ética empresarial y responsabilidad social corporativa se suelen presentar, en ocasiones, de manera conjunta, conviene clarificar las relaciones entre ellos, pues no son, en absoluto, lo mismo. En efecto, pese a su convergencia en los trabajos de la OCDE, atienden a planteamientos diferenciados, con orígenes diversos.

El debate relativo al gobierno corporativo surge para resolver el problema típico de relaciones principal-agente existente entre los propietarios de la empresa y sus gestores, sobre todo en el ámbito de las grandes sociedades cotizadas, en que la atomización de la propiedad puede favorecer una excesiva autonomía de los gestores, o la aparición de grupos de accionistas con poder de control puede orientar la actividad empresarial al servicio de intereses distintos de los generales de los accionistas.

El buen gobierno corporativo debe lograr un adecuado equilibrio entre los intereses en conflicto de los distintos colectivos que, directa o indirectamente, participan en una empresa. Una de las medidas importantes para lograr dicho equilibrio y, de esta manera, evitar los efectos adversos de una excesiva concentración de poder, es la diversidad en la composición del consejo de administración y sus comisiones delegadas.

Los códigos de recomendaciones de buen gobierno son una referencia cuyo seguimiento debe mantenerse flexible, pero, como apunta la OCDE, también deben ser instrumentos vivos

sometidos a revisión y evaluaciones periódicas, para que puedan ser adecuadamente adaptados al entorno cambiante

La responsabilidad social corporativa apela al compromiso ético de las empresas, de modo que la consecución de sus objetivos económicos y la creación de valor para sus accionistas sea compatible con el reconocimiento y atención a los intereses de los terceros afectados por su actividad, como los proveedores, clientes, trabajadores, las comunidades en que desarrollan su actividad, el medio ambiente y la sociedad en general.

Se trata, por tanto, de cuestiones diversas, pues los problemas de gobierno corporativo se refieren a las relaciones en el interior de la empresa, entre los accionistas/propietarios y los gestores que ejercen el control cotidiano de sus actuaciones; mientras que los de la responsabilidad social corporativa aluden a las relaciones externas entre la empresa y los distintos interesados o afectados por su actuación.

La llamada responsabilidad social corporativa se mueve en el terreno de lo extrajurídico, de forma que su «inobservancia» solo puede sancionarse al margen del Derecho (que permitir exigir su cumplimiento de forma coactiva y sancionar el incumplimiento), a través de sanciones sociales o morales (pérdida de credibilidad en el mercado, bajada de la cotización por rechazo de la opinión pública, reproche ético o moral, etc.).

De cuestiones que, además, son objeto de tratamientos diversos, pues mientras las relaciones entre los accionistas/propietarios y los gestores son objeto de regulación por el derecho de sociedades, la protección de los denominados grupos de interés se realiza de manera diferenciada, en sectores distintos del ordenamiento. Las reglas del gobierno corporativo atienden, de manera prioritaria, a la defensa de los intereses de los accionistas, mientras que esos grupos titulares de intereses más difusos deberían encontrar protección a través de regulaciones legales e instrumentos contractuales que poco tienen que ver con tales reglas.

## NOTAS EN TORNO AL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

Podemos manifestar que un código de gobierno corporativo constituye un elenco de principios de carácter esencialmente voluntario, estándares o buenas prácticas formuladas por uno o varios colectivos que disciplinan el gobierno interno de las empresas (Mateu de Ros, 2004; Ferrando Miguel, 2006).

Existen diversos códigos de conducta en el ámbito financiero:

- a. En primer lugar, existen códigos que las entidades financieras deben tener aprobados con la finalidad de regular las actuaciones internas de su personal. Este, por ejemplo, sería el supuesto de los reglamentos internos de conducta que las entidades financieras deben aprobar a tenor del Real Decreto español 217/2008 de 15 de febrero.
- b. En segundo lugar, existen ciertos acuerdos entre quienes elaboran el código. Este es el caso del código de conducta en liquidación y compensación firmado por la mayoría de los sistemas de compensación y liquidación de operaciones de los mercados de valores europeos con el objetivo de promover la interoperabilidad y la transparencia en estos sistemas.
- c. En tercer lugar, el código general de conducta del mercado de valores contenido en el anexo al Real Decreto español 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios –derogado por el Real Decreto español 217/2008–. En último término, el documento confeccionado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea que incluía recomendaciones en materia de gobierno corporativo de entidades de crédito.

El movimiento internacional que analizamos (gobierno corporativo) presenta el mérito de haber abierto una reforma ciertamente profunda del Derecho de sociedades en la práctica totalidad de los países occidentales (Alonso Ureba, 2006;

Mateu de Ros, 2007). Por otro lado, no debe pasar desapercibido que la reforma ha venido impuesta, en gran parte, por los escándalos (debidos, en alto grado, al abuso de poder y a la falta de ética) que han tenido lugar en diferentes Estados (Zornoza Pérez, 2011).

Una de las cuestiones que disciplinan los códigos de conducta, en el ámbito que estudiamos, es la retribución de los consejeros de las sociedades cotizadas (Domínguez García, 2006; Torrent Ruiz, 2009). A este respecto, los códigos de buen gobierno corporativo han tomado cartas en el asunto. Así, entre otras medidas, sugieren que, en la memoria anual de las sociedades cotizadas, figure la retribución individual de cada consejero o que se fijen, de manera detallada, sus retribuciones en el supuesto de cese<sup>2</sup>.

La retribución de los consejeros que cotizan en bolsa también es objeto de atención por normas europeas no vinculantes. En esta línea, debemos mencionar la Recomendación comunitaria de 30 de abril de 2009, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE<sup>3</sup> y 2005/162/CE<sup>4</sup> en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa<sup>5</sup> (2009/385/CE).

Los códigos de conducta, en el ámbito que examinamos, en el Derecho continental europeo pueden desplegar una interesante función complementaria de la normativa legal (Miller, 1991). De hecho, las normas éticas, de contenido voluntario, incluidas en su articulado son susceptibles de realizar una sugerente labor, a título de ejemplo, no solo en las retribuciones de los consejeros, sino también en la estructura del órgano administrativo de las sociedades cotizadas. Por lo que se refiere a la legitimidad de los documentos que analizamos, debe advertirse que

básicamente suelen ser el resultado de los trabajos derivados de comisiones *ad hoc*. Estas últimas suelen estar integradas por reputadas personalidades del sector procedentes de diferentes ámbitos. A ello, debe unirse, en ocasiones, la presencia de miembros de la Administración pública. Caso, a título de ejemplo, del código Conthe que, como es sabido, debe su nombre al entonces presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores –CNMV– (Manuel Conthe).

Cabe, por consiguiente, adelantar una valoración positiva del movimiento del gobierno corporativo. No obstante, la doctrina se muestra dividida en cuanto a la nitidez de los posibles pros y contras de la autorregulación en este escenario (Holland, 1996; Hopt, 1998). En este sentido, es palpable que las prácticas de gobierno de nuestras compañías de hoy poco tienen que ver con las que prevalecían hace unos años (Paz-Ares, 2004). En cualquier caso, para una puesta en práctica de tal fenómeno, han debido sucederse escándalos de notable alcance.

## LA AUTORREGULACIÓN SOCIETARIA EN EL DERECHO CONTINENTAL EUROPEO Y EL SISTEMA ANGLOSAJÓN

El fenómeno de la autorregulación en el escenario de las sociedades cotizadas se ha fomentado, con cierto éxito, en el territorio europeo (Palá Laguna, 2010 a quien seguiremos en el presente estudio). Así, desde la última década del siglo XX hasta la actualidad, en Europa, se han elaborado diferentes documentos susceptibles de integrarse en el *corporate governance* o, en terminología española, buen gobierno corporativo (Alonso Ureba, 1999a; Alonso Ureba, 1999b; De Jong, De Jong, Mertens y Wasley, 2000; Fernández y Gómez, 2002; Gómez y Fernández, 2003; Bilbao, 2004;

<sup>2</sup> En este sentido, los apartados 35 y 36 del código unificado de buen gobierno corporativo español de 2006 (más conocido como Código Conthe).

<sup>3</sup> Recomendación 2004/913/CE relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa.

<sup>4</sup> Recomendación 2005/162/CE relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de vigilancia, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa.

<sup>5</sup> La Ley española 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, establece, en su Disposición Final Quinta, entre otras, una modificación de la Ley española 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En concreto, la introducción del nuevo artículo 61 ter referente a la remuneración de los consejeros en las sociedades cotizadas.

Fernández, Gómez y Cuervo, 2004; Banegas, Manzanque, Simón y Tejedó, 2006; Clark, 2006; Fernández, 2006; Pass, 2006; Rodríguez, 2006; Torrent Ruiz, 2006; Urrutia, 2006; Olivencia Ruiz, 2007; Sánchez Álvarez, 2007).

La Comisión europea considera que una de las vías principales para recuperar la confianza en los mercados viene de la mano de la transparencia e información. En este sentido, considera que debe obligarse a todas las sociedades cotizadas a incluir en el Informe anual una declaración coherente y descriptiva que se refiera a los elementos básicos y fundamentales de la estructura y prácticas de buen gobierno Corporativo (*Corporate Governance Statement*). Esta declaración debería incluir, entre otros aspectos, las normas de funcionamiento de la Junta general y sus competencias o poderes más relevantes, la composición y funcionamiento del Consejo de administración y de sus principales Comités y la referencia al cumplimiento de las disposiciones del Código de buen gobierno que esté en vigor en el ámbito nacional.

El contenido de la declaración anual sobre buen gobierno y los principios que deben regir su elaboración será objeto de una Propuesta de Directiva en un corto plazo. Se mantiene, además, el principio de cumplir o explicar, por lo que las sociedades deberán indicar si cumplen las disposiciones del Código y, en caso contrario, explicar los motivos de la desviación. Por otro lado, se prevé la elaboración de un conjunto de medidas relativas a las funciones y al papel que juegan los inversores institucionales. En la actualidad, existe una transparencia limitada en lo que respecta a la forma en que éstos actúan; de ahí, que se considere necesaria la imposición de la obligación de revelar su política de inversiones y la forma en que ejercitan sus derechos de voto en cada caso en particular.

En efecto, desde el conocido Informe (británico) *Cadbury* de 1992<sup>6</sup> hasta el último de Dinamarca –*Recommendations on Corporate Governance* de abril 2010–, en los países comunitarios se han ido

promulgando, bien por iniciativa privada, bien por iniciativa pública, documentos cuyo articulado incluye ciertas recomendaciones que deberían observar las sociedades cotizadas (Weil, Gotshal y Manges, 2008). Todo ello en beneficio del buen funcionamiento de su órgano administrativo (Garrido, 2002; Sánchez Calero, 2005).

El movimiento que comentamos, goza de una mayor tradición en el espacio anglosajón. Ahora bien, en el caso concreto de los Estados Unidos, como consecuencia del *crack* bursátil de 1929, se promulgaron, en 1933 y 1934, dos leyes que disciplinan la materia que analizamos.

En Estados Unidos, cabe referirse a dos sugerentes manifestaciones de la autorregulación en el ámbito del gobierno corporativo. Así, en primer lugar, destacan los principios de gobierno corporativo de 1992 del denominado *American Law Institute* –ALI–, y, en segundo lugar, la normativa interna de ciertas organizaciones de carácter privado, cual es, a título de ejemplo, la Bolsa de Nueva York o el *Nasdaq*. Ahora bien, como consecuencia de la crisis de confianza suscitada por el caso Enron, tanto la Bolsa de Nueva York –*New York Stock Exchange*– como el *Nasdaq* adoptaron una serie de cambios que implicaban nuevas reglas para las entidades miembro, su nivel de autorregulación es, todo hay que decirlo, todavía considerable (Hiero Anibarro, 2001). Este último elenco de normas es obligatorio para las sociedades con valores admitidos a negociación en las mismas.

Los efectos derivados del incumplimiento de ambos grupos de normas son ciertamente dispares. Así, la transgresión de los principios del ALI –que representan una serie de pautas acordadas, tras un largo proceso de debate, por miembros destacados de las comunidades, jurídica y empresarial, americanas– genera una pérdida de reputación por parte de quien injustificadamente se aleja de estos principios. Ahora bien, dado que la normativa de las bolsas de valores podría, de alguna manera, calificarse como reglas derivadas

<sup>6</sup> La denominación de tal informe obedece al nombre del presidente del comité. Fue el primero de una serie –*Greenbury, Hampel, Higgs y Tyson*– y, en la actualidad, se encuentra consolidado en el Código Combinado que se emitió como anexo a las Reglas de Cotización en sus distintas versiones desde 2003.

de la autorregulación con efecto vinculante, su violación podría tener un alcance mucho mayor, ya que podría excluirse al infractor de la organización responsable de la producción de la norma (Perdices Huetos y Riaño López, 2011). De hecho, es muy reducido el número de sociedades de cierta envergadura que pueden permitirse renunciar a cotizar en las bolsas de valores de contrastada relevancia, cual es el caso de Nueva York. Todo este tipo de factores determinaría que las reglas, derivadas de la autorregulación, de tales instituciones fueran vinculantes para las sociedades que cotizan en las mismas (Eisemberg, 2005).

En Gran Bretaña, por su parte, la ordenación de los mercados de valores tradicionalmente se ha efectuado desde el sector privado. En este sentido, los *Boards*—comités o asociaciones privadas—dictaban ciertas recomendaciones a observar por las sociedades cotizadas en cuanto a su actuación en los mercados de valores. Con la promulgación de la *Financial Services Act*, 1986, se crea el *Securities Investment Board*, germen de la actual *Financial Services Authority*—FSA—, encargado de supervisar, a la vista de las insuficiencias del *regulatory framework*, la tradicional autorregulación de estos organismos privados que funcionan de forma similar a un club (Salinas Adelantado, 1997). En el año 2000, se crea la *Financial Services Authority*, en la línea de la *Securities and Exchange Commission*—SEC— y de la CNMV, como autoridad administrativa independiente supervisora de la actividad de los mercados de valores británicos, con potestad reglamentaria atribuida por la *Financial Services and Markets Act*, 2000.

A la vista de cuanto planteamos, podemos apuntar que la actitud anglosajona de resolver los problemas que, en la práctica, se suscitan, acudiendo a los códigos de conducta así como a diversas recomendaciones, ha influido en el Derecho continental europeo (Cheddins, 1997).

## LA OBSERVANCIA DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

Desde el ingreso del Reino de España en la Comunidad Europea, que, como es sabido, data

de 1986, han sido varias las modificaciones de carácter normativo que se han ido aprobando en Derecho de Sociedades Anónimas en general y sociedades anónimas cotizadas en particular. Estas últimas, en la actualidad, constituyen el marco jurídico al que se sujetan las entidades emisoras de valores cotizados. Nos encontramos un factor competitivo de enorme importancia, en cuanto elemento determinante del grado de confianza del propio mercado en las sociedades emisoras.

En este preciso contexto, es donde deben situarse, complementariamente a las reformas de carácter normativo, las diversas y variadas iniciativas que, recientemente, se han ido sucediendo en el ámbito de la autorregulación de las sociedades cotizadas, con base en la libertad estatutaria pero también en la facultad de auto-organización que el ordenamiento jurídico español permite, en materia de estructura de gobierno de dichas entidades, es decir, respecto de lo que se ha venido en denominar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

En todo caso, ha de repararse que un factor de impulso, en toda esta materia, ha venido representado por el nuevo marco económico globalizado, en concreto, la interrelación entre los mercados financieros, el aumento del grado de internacionalización de la economía española y los niveles de armonización derivados del mercado único europeo. Todo ello debe valorarse positivamente.

En una primera fase, la observancia de los códigos de conducta de buen gobierno no estaría sometida a norma alguna. Así, pues, se considera que lo que esencialmente estaría en juego es la reputación de la empresa que, en la práctica, los haya incumplido. Aparece el concepto de moral *suasion*, ya que la idea que subyace en el sistema es que un incumplimiento no justificado del código de conducta repercute directamente en el nivel de reputación de tales sociedades en el mercado.

En España fueron pioneros en abordar el debate sobre el gobierno corporativo dos documentos de origen privado elaborados por el Círculo de Empresarios: en 1995 el titulado Reflexiones

sobre la reforma de los Consejos de administración y en 1996 el rubricado como Una propuesta de normas de mejor funcionamiento de los Consejos de administración, en los que se optaba ya por la vía de la autorregulación y, de hecho, dieron lugar a la elaboración de los primeros Reglamentos internos del Consejo de administración en algunas de las más relevantes sociedades cotizadas españolas.

No obstante, en el caso concreto de España, el fomento de la asunción voluntaria de los códigos de conducta se ha debido, en buena medida, a la Administración.

Una de las consecuencias del Código Olivencia fue la aprobación por la CNMV de un Reglamento tipo del consejo de administración (1998); del segundo informe auspiciado por la Administración (Informe Aldama, 2003), algunas de sus propuestas tuvieron concreción normativa a través de la conocida como Ley de Transparencia (Ley española 26/2003, de 17 de julio). El Código Conthe de 2006 tiene consecuencias normativas que se plasman en la reforma que de la Ley española 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores –LMV– realiza la Ley española 47/2007, de 19 de diciembre. Numerosas exigencias de este último código han sido expresamente incluidas en normas positivas tanto reguladoras de las sociedades cotizadas como de la propia forma societaria concreta, la sociedad anónima. Así, a título de ejemplo, cabe mencionar el deber de disponer de un sitio web para comunicar a los accionistas los pactos parasociales –art. 111 de la LMV–, de tener un reglamento de funcionamiento de la Junta General –art. 112 de la LMV–, y del Consejo de Administración –art. 115 de la LMV–, el régimen de transparencia de las operaciones vinculadas –art. 35 de la LMV– o la preceptiva existencia de un Comité de auditoría (Disposición Adicional 18 de la LMV). Respecto a la específica forma societaria, podemos referirnos a los específicos deberes de los consejeros –art. 127 y sigs. del Real Decreto Legislativo español 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA)–, o la obligación de posibilitar el voto a distancia como mecanismo de participación de los accionistas en la vida social

–art. 105 del TRLSA–.

Habida cuenta del fracaso de la observancia voluntaria de tales códigos de conducta, por las sociedades cotizadas, se modificó la LMV con la finalidad de que se expliquen los motivos por lo que no se siguen tal elenco de buenas prácticas (Pirrong, 1995; De Jong, De Jong, Mertens y Wasley, 2005).

Tal reforma introduce, de forma tímida, el principio de *comply or explain* a nivel normativo. El principio de “cumplir o explicar” se extiende a la justificación de por qué la sociedad ha decidido apartarse o no seguir una recomendación determinada. Podría, en este sentido, parecer aconsejable que las sociedades cotizadas refieran el principio que comentamos no solo a las recomendaciones codificadas por el regulador, sino a otras recomendaciones y prácticas de buen gobierno incluidas en distintos informes o códigos, nacionales e internacionales, tal y como revela la Directiva comunitaria 2006/46, de 14 de junio, si bien debe repararse en que el compromiso asumido por la sociedad tanto ante los accionistas como ante el mercado sería superior. Podría, en esta línea, ser interesante que toda desviación, respecto de los documentos de buen gobierno, sea objeto de explicaciones satisfactorias y que, además de estas explicaciones, la medida alternativa de gobierno corporativo adoptada sea descrita y explicada.

En virtud de la Ley española 26/2003, de 17 de julio, se introduce en la LMV el art. 116, cuya letra “f)” establece el deber de incluir en el informe anual de gobierno corporativo, que, de manera obligatoria, deben elaborar las sociedades cotizadas, la referencia al “grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones (Olivera, 2006)”.

La Circular 1/2004, de 29 de marzo, de la CNMV –modificada a su vez por la Circular española 4/2007 de 27 de diciembre– dispone que la información del informe anual de gobierno corporativo ha de ser clara, íntegra, completa y veraz. La acción típica susceptible de sanción no

es cualquier incumplimiento del contenido obligatorio del informe anual de gobierno corporativo, de acuerdo con la Orden española ECO 3722/2003, de 26 diciembre, y la Circular española 1/2004, lo que atentaría contra el principio de reserva de ley en materia de infracciones y sanciones administrativas. Únicamente la violación del contenido legal típico necesario del informe anual de gobierno corporativo, a tenor del art. 116 de la LMV, podrá dar lugar a la responsabilidad por omisión o falsedad.

A tenor del art. 100 b) bis de la LMV, la falta de elaboración o de publicación del informe anual de gobierno corporativo, o la existencia en dicho informe de omisiones o datos falsos o engañosos constituye una infracción grave (Guerra Martín, 2003). Debemos, en cualquier caso, subrayar que el único incumplimiento jurídicamente relevante es el deber de informar –sobre si cumplen o explican– y que la inobservancia o no seguimiento de las recomendaciones del código de referencia no implica, por sí solo, consecuencias jurídicas, aunque, insistimos, pudieran tenerlas desde el punto de vista reputacional. Existen no demasiados datos empíricos concluyentes sobre los efectos de la norma a cumplir o explicar en el comportamiento de la sociedad (Hopt, 2010).

Con tal previsión, se pretende influir en la organización de la sociedad cotizada desde el momento en el que ha de dar explicaciones acerca de por qué no sigue una determinada pauta que proviene, además, de un código elaborado a iniciativa del Gobierno.

Con este proceder podría estar partiéndose de la base de que el cumplimiento de las normas incluidas en el código de conducta refuerza el control y la transparencia de las decisiones. No obstante, a juicio de Masifern (1997), cada empresa debe tener sus ideas, su filosofía, sus creencias y valores, y traducirlos en compromisos y el legislador no debiera intervenir en los mismos. Son los mercados los que deben juzgar la relevancia de que se cumplan los códigos de conducta de buen gobierno. Sin embargo, ha de valorarse la existencia de *gatekeepers* o guardianes del cumplimiento voluntario de estos estándares (Cofee, 2006). Con ello, en cierto sentido, se

fortalecería el valor de la empresa (Fernández de la Gándara, 1999). En cualquier caso, cuando las sociedades respetan, de forma plenamente voluntaria, las recomendaciones contenidas en los códigos de conducta, incluyéndolas, en su caso, en los reglamentos internos de funcionamiento, estaríamos ante normas de derecho convencional procedentes de un negocio jurídico privado (Fernández de la Gándara, 1999).

## CONCLUSIONES

Como hemos tomado conciencia, el buen gobierno corporativo representa un fenómeno de primer orden que han de observar las sociedades cotizadas a nivel mundial. El movimiento del *corporate governance* busca introducir mecanismos eficaces de control, tanto internos como externos, de los ejecutivos de las sociedades cotizadas que aseguren su fidelidad o lealtad a los intereses de los accionistas en el ejercicio de sus competencias, intentando resolver los conflictos de intereses entre el equipo de gestión y las diversas categorías de accionistas.

Las razones de que haya resurgido con fuerza renovada, en los últimos años, el interés por estos problemas –y de que se haya mantenido en el tiempo dicho interés– se debe probablemente a la aparición de ciertos factores o circunstancias relativamente nuevas, como son el fenómeno de la globalización económica y de la consiguiente competencia entre los grandes mercados de capitales del mundo, junto con la aparición de grandes crisis o escándalos empresariales que han puesto en evidencia los actuales sistemas de control de las grandes corporaciones (Maxwell, Enron, WorldCom, Tyco, Andersen, Ahold, Parmalat, entre otros) y, más concretamente, en determinados países, el desarrollo de amplios procesos de privatización de las principales y más grandes empresas públicas a través de mecanismos de desarrollo del capitalismo popular que ha conllevado una correlativa disminución del control interno sobre sus gestores, al desaparecer el Estado como su accionista único o dominante.

De todo lo expuesto, se pueden extraer algunas conclusiones que, no obstante, siempre se

presentarán como provisionales, pues si algo ha quedado claro en estos años es que no existe un modelo universal de buen gobierno corporativo y que no hay recetas mágicas ni definitivas, solo caben correctas o incorrectas aproximaciones a la materia.

El Sistema Español de Gobierno Corporativo se encuentra integrado por un conjunto normativo, relativamente novedoso, surgido a lo largo de estos últimos años, de forma evolutiva, sobre la base de la experiencia acumulada en el Derecho comparado y en la praxis de los financieros más avanzados. Desde la aparición del decisivo Informe Cadbury de 1992 y los *Principles of Corporate Governance*, adoptados por el *American Law Institute* en 1994 (que en España tendrían su equivalente en los Informes Olivencia, de 1998, y Aldama, de 2002) las legislaciones de los Estados de nuestro entorno jurídico-político han apostado

con decisión por este nuevo enfoque del mundo de las sociedades cotizadas, radicalmente distinto al tradicional, caracterizado esencialmente por la ampliación del círculo de intereses en presencia.

Desde la norma de cabecera de este subsistema normativo, la Ley 26/2003, de 17 de julio (en realidad, una modificación de la Ley del Mercado de Valores y de la LSA) hasta las últimas reglamentaciones de la CNMV, recientemente aparecidas, sobre el régimen de transparencia de las operaciones vinculadas en el seno de las sociedades cotizadas, parten de esta premisa conceptual básica. Sin embargo, estas disposiciones escritas no pasarían de ser una mera amalgama normativa, carente verdadero sentido jurídico, si no estuviesen vertebradas en torno a unos principios hermenéuticos bien definidos que aporten al sistema certeza, integridad y rigor en su aplicación.

## REFERENCIAS

- Alonso Ureba, A. (1999a) “El gobierno de las grandes empresas (reforma legal versus códigos de conducta)”. En Esteban Velasco, G. (Coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas* Madrid-Barcelona: Marcial Pons.
- Alonso Ureba, A. (1999b) “El gobierno de la sociedad anónima cotizada (reforma legal vs. código de conducta)”. En Martínez-Simancas Sánchez, J. (Coord.), *Instituciones del mercado financiero* Vol. 5, Sopec.
- Alonso Ureba, A. (2006) “Diferenciación de funciones (supervisión y dirección) y tipología de consejeros (ejecutivos y no ejecutivos) en la perspectiva de los artículos 133.3 (responsabilidad de administradores) y 141.1 (autoorganización del consejo) del TRLSA”. En Rodríguez Artigas, F. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas* Vol. 2, Navarra: Thomson Aranzadi.
- Banegas, R. Manzanque, M. Simón, A. Y Tejado, F. (2006) “Análisis comparativo de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno publicados en España”, *Lan Harremanak: Revista de Relaciones Laborales* N° 14.
- Bilbao, P. (2004) “El modelo de Gobierno Corporativo de las empresas del Ibex-35: cumplimiento del Código Olivencia”, *Dirección de Estudios y Estadísticas* N° 7.
- Cheffins, B.R. (1997) *Company Law* Clarendon, Oxford.
- Clark, R.C. (2006) “Los cambios en el gobierno corporativo tras la Sarbanes-Oxley Act: una historia con moraleja también para el legislador”. En *Gobierno corporativo y crisis empresariales. II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil* Madrid Barcelona: Marcial Pons.
- Coffee, J.C. (2006) *Gatekeepers. The professions and Corporate Governance* Oxford University Press, Nueva York.
- De Jong, A. De Jong, D.V. Mertens, G. Y Wasley, C. (2000) “The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence from The Netherlands”, *Working Paper, Center for Economic Research* N° 59.
- De Jong, A. De Jong, D.V. Mertens, G. Y Wasley, Ce (2005) “The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications for The Netherlands”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, N° 3.
- Domínguez García, M.A. (2006) “Retribución de los administradores de las sociedades cotizadas. La Comisión de Retribuciones”. En Fernández Artigas, F. Fernández De La Gándara, L. Quijano González, J. Alonso Ureba, A. Velasco San Pedro, L. Esteban Velasco, G. (Dirs.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Vol. 2, Madrid.
- Eisemberg, M.A. (2005) “The Architecture of American Corporate Law: Facilitation and Regulation”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 2, N° 1.
- Fernández De La Gándara, L. (1999) “El debate actual sobre el gobierno corporativo”. En Esteban Velasco, G. (Coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas* Madrid: Marcial Pons.
- Fernández, E. (2006) “La adopción de prácticas de Buen Gobierno por las empresas españolas: determinantes y repercusiones”, *Revista española de financiación y contabilidad*, N° 128.
- Fernández, E. Gómez, S. Y Cuervo, A. (2004) “The Stock Market Reaction to the Introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, N° 1.
- Fernández, E. y Gómez, S. (2002) “Valoración de los inversores de la adopción de prácticas de Buen Gobierno por las empresas españolas cotizadas”, *Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación*, N° 233-234.

- Ferrando Miguel, I. (2006) “Una aproximación al “Buen Gobierno” de las sociedades anónimas abiertas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, N° 26.
- Garrido, J.M. (2002) *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales* Bolonia: Real Colegio Español de Bolonia.
- Gómez, S. y Fernández, E. (2003) “La experiencia del Código Olivencia”, *Análisis Financiero*, N° 90. Guerra Martín, G. (2003) *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses*, Thomson Aranzadi, Navarra.
- Hierro Anibarro, S. (2001) *El nuevo mercado de valores tecnológicos* Madrid: Civitas.
- Holland, J. (1996) “Self-Regulation and the Financial Aspects of Corporate Governance”, *Journal of Banking Law*.
- Hopt, K.J. (1998) “Self-Regulation in Banking and Finance: Practice and Theory in Germany”. En *La Déontologie bancaire et financière* Bruselles: Bruylant,.
- Hopt, K.J. (2010) “La modernización del Derecho de sociedades: perspectivas transatlánticas”. En *Estudios de Derecho de Sociedades y del Mercado de Valores* Madrid-Barcelona: Marcial Pons.
- Masifern, E. (1997) “Gobierno corporativo”, *Boletín del Círculo de Empresarios*, N° 62.
- Mateu De Ros CerezO, R. (2004) *La Ley de Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas* Navarra: Thomson Aranzadi.
- Mateu De Ros Cerezo, R. (2007) *El código unificado de gobierno corporativo* Navarra: Thomson Aranzadi.
- Miller, M.H. (1991) *Financial Innovations and Market Volatility*, Cambridge, Mass., Basil Blackwell.
- Olcese, A. (2005) *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo* Madrid-Barcelona: Marcial Pons.
- Olivencia Ruiz, M. (2007) “El buen gobierno de las sociedades y su evolución”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 108.
- Olivera, P. (2006) “Régimen de supervisión y sanción de la CNMV: especial referencia a la problemática específica de la sociedad cotizada”. En VIVES, F. y PÉREZ-ARDA, J. (Coords.), *La sociedad cotizada* Madrid: Marcial Pons.
- Palá Laguna, R. (2010) “Soft law, moral suasion y autorregulación: ¿tibieza del legislador o prudencia en la elaboración de las normas jurídicas?”, *Nul: estudios sobre invalidez e ineficacia*, N° 1.
- Pass, C. (2006) “The revised Combined Code and corporate governance: An empirical survey of 50 large UK companies”, *Managerial Law*, Vol. 48, N° 5.
- Paz-Ares, C. (2004) “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, *Indret*, N° 1. Perdices Huetos, A. y Riaño López, D. (2011) “El gobierno corporativo en España”. En Goñi Sein, J.L. (Dir.), *Ética empresarial y códigos de conducta* Madrid: La Ley.
- Pirrong, S.C. (1995) “The Self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 38, N° 1.
- Rodríguez, F. (2006) “Comentarios a las recomendaciones del Código Unificado del Buen Gobierno (publicado por la CNMV el 19 de mayo de 2006): Junta General y Derechos del Accionista (Recomendaciones 1, 3, 4, 5 y 6)”, *Revista de Derecho de Sociedades*, N° 27.

- Salinas Adelantado, C. (1997) “Desregulación y neoregulación en el mercado de valores”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 224.
- Sánchez Álvarez, M.M. (2007) “Fundamento, eficacia y límites del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas”. En *Convergencias y paralelismos en el Derecho de sociedades y en el Derecho concursal en el marco Estados Unidos-Unión Europea. III Seminario Harvard-Complutense de Derecho de los Negocios* Madrid-Barcelona: Marcial Pons.
- Sánchez Calero, F. (2005) *Los administradores en las sociedades de capital* Madrid: Thomson Civitas.
- Torrent Ruiz, A.J. (2006) “Reflexiones sobre el gobierno corporativo: la comisión de nombramientos (Apuntes críticos sobre el proyecto de código Conthe)”, *Revista de Derecho de Sociedades*, N° 26.
- Torrent Ruiz, A.J. (2009) “Las retribuciones de administradores y directivos de sociedades cotizadas y la Comisión de retribuciones”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N° 5.
- Urrutia, I. (2006) “El nuevo código de Buen Gobierno: críticas y alabanzas”, *Partida Doble*, N° 177.
- Weil, Gotshal y Manges (2008) *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice*, Holly J. Nueva York: Gregory.
- Zornoza Pérez, J. (2011) “Los códigos de buen gobierno corporativo, el control financiero y la fiscalidad de la empresa”. En Goñi Sein, J.L. (Dir.), *Ética empresarial y códigos de conducta* Madrid: La Ley.