

# LA GEOMETRÍA VARIABLE DEL DERECHO DE SOCIEDADES

Luis Fernández de la Gándara

Catedrático de Derecho Mercantil

**Sumario:** 1. Preliminar. 2. Estructura y función del modelo tradicional. 3. Crisis del equipamiento técnico y conceptual. A) Ruptura de la conformación tipológica del derecho de sociedades. B) Desmantelamiento de los derechos del socio. C) Declive de la junta general. D) Contaminación de la arquitectura procedimental: la revolución de los *managers*. 4. Nuevos hechos, nuevo derecho de sociedades de capital. A) La convergencia europea y sus límites. B) Nuevo paradigma societario a la luz del mercado de valores. C) Principios y reglas sobre gobierno corporativo. 5. Consideración final: *quo vadis ius societatis?*

## 1. PRELIMINAR

Hace años que la arquitectura del derecho de sociedades tradicional ha perdido buena parte de su vigencia efectiva. A ello han contribuido factores de índole varia, especialmente la aparición de un nuevo modelo normativo en torno al mercado de capitales que ha recibido un impulso decisivo como consecuencia de la creciente participación del público ordinario en la colocación inicial y ulterior negociación masificada de nuevos activos financieros y la popularización de la riqueza mobiliaria que de ahí deriva. Pero también —y como consecuencia de lo anterior— el establecimiento de nuevas exigencias de regulación de la actividad societaria a través de complejos esquemas informativos de carácter imperativo controlados por instancias o agencias de supervisión externas e independientes (SÁNCHEZ ANDRÉS). Como enseguida se dirá, los principios de transparencia informativa y de supervisión son los pilares del nuevo modelo societario que reclama reglas propias de regulación y “monitoreización” destinadas a institucionalizar el mer-

cado y a tutelar la actuación y funcionamiento de los nuevos operadores.

La modernización de las reglas jurídicas en materia de sociedades —uno de los ejes centrales del debate político-jurídico de nuestros días— pone en juego, hoy más que nunca, la necesidad de contar con un dispositivo normativo dotado de una racionalidad propia de tipo formal o instrumental y de autonomía en el plano organizativo dentro de una regulación sustantiva de carácter unitario. Bien es verdad que los principios ordenadores del derecho privado tanto de carácter general —buena fe, igualdad de los contratantes, protección de la parte más débil— como de naturaleza especial —paridad de trato entre los accionistas y deberes fiduciarios de los administradores— vienen coordinados en la actualidad con vistas a la elaboración de nuevos esquemas tuitivos de socios y mercados. Pero no es menos cierto que este proceso de permanente transformación de la arquitectura societaria hace inexcusable el examen no solo del aparato institucional en su conjunto, los planteamientos socio-culturales que dotan de sentido a este último y permiten

su funcionamiento o la perspectiva del socio sino también la coherencia del sistema en pugna con la progresiva degradación de los principios y reglas tradicionales. El agotamiento del modelo de sociedad anónima heredado de las grandes reformas europeas de mediados del siglo XX ha dado lugar a un vivo debate teórico, que lejos de remitir se ha visto intensificado en los dos últimos decenios afectando al sistema societario *in toto*. Un proceso de revisión global que incluye no solo las viejas e “irritadas” cuestiones anudadas a las relaciones entre los tipos societarios o la desregulación del derecho de sociedades anónimas. De él forma parte asimismo la elaboración de un estatuto jurídico unitario de la sociedad cotizada pese a las profundas diferencias de modelo socio-económico que separan en el plano de la realidad —estructura accionarial, gobierno corporativo, sistema de financiación empresarial— su regulación en los diferentes países. Particular importancia reviste en el ámbito de las sociedades que recurren a la gente para financiarse de su “potencial expropiatorio de los derechos de los socios inversores”, el papel de los administradores no ejecutivos, la canalización del ahorro privado a través de vehículos colectivos de inversión, el “arbitraje regulador” o competencia regulatoria de los diferentes Estados como factor configurador del derecho de sociedades y alternativa a un proceso de armonización lenta y más flexible.

Aun cuando el grueso de estas páginas se dedican a examinar las transformaciones operadas en el derecho de sociedades de nuestro país —pero también el caudal de doctrina, stock de conocimiento y depósito de la tecnología al alcance de los operadores para afrontar en cualquier momento los problemas del tráfico jurídico y reducir los costes contractuales de sus empresas— la idea que subyace a estas reflexiones es la comprensión normativa del fenómeno societario y su progresiva pérdida de identidad. El tema reviste particular gravedad en un momento como el actual, en el que se entrecruzan propuestas técnicas, planteamientos de política jurídica y nuevas aportaciones en torno a la crisis del modelo teórico

canonizado durante el siglo pasado. A ello hay que añadir en un lugar destacado la presión del mundo empresarial y jurídico español, empeñado durante las dos últimas décadas en la modernización de la estructura organizativa y dimensión funcional de un dispositivo societario escasamente apto para atender la evolución de las relaciones empresariales e industriales de nuestro país.

Me ha parecido oportuno abordar esta compleja arquitectura del moderno derecho de sociedades en fase de transición con el título de la “geometría variable del derecho de sociedades”, una locución tributaria en buena medida del sugestivo trabajo publicado en 1999 por LLEBOT MAJÓ en la Revista de Derecho de Sociedades sobre la “geometría del capital social”. Al igual que entonces, se trata ahora de determinar, si bien desde una perspectiva más general y teniendo como eje central las discusiones doctrinales sobre el derecho de sociedades, su carácter organizativo y racionalidad interna, el alcance imperativo o dispositivo de sus normas así como las viejas y controvertidas cuestiones en torno al riesgo asumido por los socios, el derecho de reparto de los beneficios residuales obtenidos y el ejercicio del poder en manos de los titulares de las participaciones sociales y de los *managers*. El objetivo último es en definitiva verificar, como dice PAZ-ARES, la adaptabilidad y versatilidad de este capital jurídico sin merma de su fiabilidad y certidumbre.

## 2. ESTRUCTURA Y FUNCIÓN DEL MODELO TRADICIONAL

Tanto por su origen como por su configuración legislativa y jurisprudencial los materiales que integran el derecho de sociedades acotan, como he tenido ocasión de señalar en diversas oportunidades, un sector del ordenamiento jurídico-mercantil que no obstante su finalidad básica común —poner a disposición de los operadores económicos técnicas de agregación de esfuerzos individuales y de tareas co-

lectivas— y pese asimismo a una permanente vocación de servirse de criterios sistemáticos y principios ordenadores acordes con el carácter instrumental de esta disciplina y con los objetivos de política jurídica que en cada momento histórico han impulsado el desenvolvimiento de la misma, sigue adoleciendo de un acusado carácter histórico y de una notoria falta de homogeneidad. En efecto el instrumental jurídico que en los planos subjetivo, objetivo, operativo, instrumental y funcional integra el entramado normativo de lo que hemos dado en llamar derecho de sociedades, no sólo ha evolucionado al compás de presupuestos ideológicos y socio-económicos cambiantes en consideración al país y a la época examinados, sino que en el plano dogmático se ha visto permanentemente sujeto a las concepciones dominantes en el momento de su regulación. La coexistencia dentro de un mismo marco jurídico de formas de agrupación originadas en estadios diversos de la historia económica para atender finalidades igualmente dispares entraña no pocas tensiones que con frecuencia obligan a cuestionar sin más la posibilidad misma —y la oportunidad— de una construcción unitaria y sistemática de esta disciplina.

Esta “tecnología de la organización” anudada al fenómeno societario no se halla legalmente regulada como un modelo funcional unitario sino fraccionado en una pluralidad de esquemas de disciplina, a los que se conectan tipos de operación predeterminados y tendencialmente autónomos. La primera nota característica de la *arquitectura tipológica* del derecho de sociedades —y de los materiales que lo integran— es junto con su vertiente instrumental su falta de homogeneidad. Dentro del sector normativo aplicable a las formas organizativas societarias se agrupan figuras e instituciones que tanto por su origen como por la función a que vienen destinadas presentan marcadas diferencias. Basta con recordar el proceso de formación del Derecho mercantil para constatar que la aparición de los diferentes tipos societarios que integran el catálogo legal obedece en primer término y fundamentalmente a factores históricos de naturaleza diversa. Sólo

así se explica que dentro de un mismo sistema jurídico de carácter prevalentemente privado concurren normas de distinta procedencia y diferente ámbito de aplicación, cuya sola existencia refleja un utillaje técnico y conceptual, que no ha dejado de cambiar al compás de las transformaciones experimentadas por el sistema económico y el propio ordenamiento mercantil.

Esta falta de homogeneidad normativa del derecho de sociedades dota a esta parcela del ordenamiento jurídico de una precaria configuración. De ahí el esfuerzo doctrinal por incorporar a un marco institucional unitario y coherente figuras de distinta procedencia y organización interna sujetas a técnicas de supervisión no coincidentes y a las que se aplican mecanismos sancionatorios tanto autónomos como heterónomos. No obstante la identidad causal común a todo fenómeno societario este esfuerzo sigue sin verter en un cuadro sistemático coherente como consecuencia de la renuncia o imposibilidad de anudar este sector normativo a un modelo funcional unitario y la propia voluntad del legislador de fraccionar este último en una pluralidad de esquemas de disciplina, a la que se conectan tipos de operación predeterminados y tendencialmente autónomos. Las instituciones que integran el dispositivo vigente no son sin embargo, por lo general, producto de la invención del legislador sino fórmulas imaginativas creadas por y para el tráfico; merced al impulso de los propios operadores económicos, su nacimiento y configuración se anudan a concretas exigencias de la práctica, hallándose históricamente destinadas a realizar funciones específicas diversas dentro del sistema productivo.

La conformación de los tipos societarios tanto desde un punto de vista histórico como actual responde a la necesidad de superar la separación existente entre norma jurídica y práctica negocial, así como a la conveniencia de adecuar los instrumentos ofrecidos por el tráfico a las exigencias de estructura y dimensión de la empresa moderna. Esta *dimensión instrumental* del derecho de sociedades se halla expresamente reconocida en el ordenamiento

legal. El legislador no ha dudado en considerar determinados intereses dignos de tutela y en dotar de tipicidad legal a fórmulas organizativas elaboradas en la práctica, poniéndolas a disposición de los particulares. Las sociedades vienen de esta suerte reguladas como instrumentos jurídicos destinados básicamente a organizar una titularidad plural a la par que operan en el plano funcional como mecanismos al servicio de concretas exigencias de orden económico y social. El desarrollo de esta concepción instrumental del derecho de sociedades —una disciplina destinada a unificar y potenciar las actividades económicas individuales y a la realización de intereses de la práctica— ha estado presente de una u otra forma a lo largo de su configuración histórica. Son los operadores económicos y de forma destacada también el propio legislador los llamados a elaborar, desde el momento mismo de la codificación y al amparo de la jurisprudencia cautelar, nuevas formas de organización más acordes con las realidades del tráfico.

Así se explica la introducción reflexiva de la sociedad de responsabilidad limitada en la Ley alemana de 1892 y análogas consideraciones presiden el nacimiento de nuevas figuras de estructura corporativa unas veces —cooperativas, mutualidades, sociedades de garantía recíproca— y otras de base contractual como las agrupaciones temporales de empresas; finalmente de impronta asociacional con perfiles no siempre bien definidos, de las que constituyen un excelente ejemplo tanto las agrupaciones de interés económico como las agrupaciones temporales de empresa. Se trata en todo caso de un *numerus clausus*, en el sentido de que la invención de nuevas figuras queda reservada con carácter exclusivo al legislador a través de un proceso de renovación constante de los modelos de operación puestos a disposición de los intervinientes en el tráfico. La nota característica del sistema de *numerus clausus* no es, pues, el mantenimiento de un arsenal rígido de figuras, sino la imposibilidad de que los particulares puedan crear formas desconocidas al derecho. La actividad legislativa se concreta en el acotamiento de una constelación de in-

tereses previamente tipificados por la práctica negocial, que a través de un proceso valorativo vierten en los esquemas organizativos del derecho vigente. Esta correlación entre interés y estructura de actividad propia del tipo normativo quiebra en la práctica tanto por razones técnico-jurídicas como sociológicas. La evolución de la vida económica y social no permite por su rapidez crear fórmulas jurídico-positivas nuevas para atender la constante aparición de nuevos intereses. Es preciso por tanto modificar los esquemas legislativos existentes o crear estructuras organizativas nuevas recurriendo para tal fin a modelos de operación que, habiéndose consolidado históricamente en el tráfico, no han sido acogidos todavía por el legislador.

La técnica normativa presente en la formación de los tipos societarios tradicionales de sociedad no ha impedido una renovación del cuadro de estructuras organizativas destinadas a satisfacer intereses individuales en cuanto comunes a una pluralidad de personas. En la base del modelo legislativo late una concepción contractualista del fenómeno societario en la que, sirviéndonos del viejo equipamiento conceptual todavía en vigor, el fin social vendría caracterizado como un fin-medio común a todos los socios y a la par instrumento para la satisfacción de posiciones distintas. El principio que históricamente ha gobernado la estructura y funcionamiento del derecho de sociedades descansa en una simple constatación, a saber, que toda actividad de colaboración en torno a la realización del objeto y del fin promovidos por el legislador entre las estructuras organizativas que son los tipos societarios implica justamente la satisfacción de intereses individuales y ello sin perjuicio de las restantes funciones que, como consecuencia de configurarse el objeto como actividad de empresa, correspondan a la sociedad en el marco económico general.

Este carácter individualista del fenómeno societario y la concordancia entre interés social e intereses comunes a los socios —que ha servido tradicionalmente para excluir la existencia de un interés social superior y diverso del

de los socios y con ello la utilización de los esquemas societarios para fines supraindividuales de orden constitucional económico— está en la base del llamado *principio de neutralidad* del derecho de sociedades. Una locución con la que se quiere significar que los modelos de operación del catálogo legislativo son fórmulas estrictamente jurídico-organizativas, un marco formal para la constitución y existencia de actividades en común sin incidencia alguna sobre la conformación del orden económico social, reducidas en consecuencia a simples instrumentos destinados a la configuración y ejercicio de un poder privado regulando las relaciones entre los titulares de esta actividad y de estos últimos con los terceros. Dentro del contrato de organización anclado en la existencia de un “fin común” y de una “actividad en común” (GIRÓN) cabe destacar, junto a los aspectos jurídico-negociales que regulan la posición de los intervinientes en sus relaciones internas, la programación de las operaciones sociales, la distribución específica de poderes entre las partes, la colaboración de estas últimas en la formación de una voluntad común y la existencia en último término dentro de la esfera contractual de esquemas organizativos de una causa única: la promoción en común de un fin común. Por la vía de la organización se individualizan en suma situaciones jurídicas de carácter esencialmente instrumental que hacen posible la promoción en común del fin por todos los intervinientes vinculados por lazos de carácter funcional, que permiten calificar el supuesto como un fenómeno típicamente asociativo. El principio de colaboración entre las partes aparece de esta suerte justificado por la relación de instrumentalidad existente entre actividad común e interés solidario de todos los socios en la obtención de un fin, que no necesariamente comporta ventajas de carácter lucrativo.

La configuración del derecho de sociedades como un *modelo fragmentario* de carácter instrumental se articula a través de una batería de tipos o estructuras organizativas consolidados en la época codificadora, que si bien constituyen un *numerus clausus*, han experimentado

una permanente renovación con el fin de atender la realidad multiforme y cambiante del tráfico. Fruto de esta necesidad de elaborar esquemas de actividad acordes con la realidad del tráfico es la aparición de nuevas fórmulas organizativas, que unas veces constituyen variantes tipológicas de sociedades ya existentes —como sucede en el ámbito de la sociedad anónima con la existencia de estatutos jurídicos especiales para la sociedad de un solo socio, las sociedades cotizadas o las sociedades deportivas— y otras dan lugar al nacimiento de figuras nuevas desconocidas hasta ese momento, como sucede con las agrupaciones de índole varia, las sociedades profesionales y los grupos de empresa. El problema que en último término se plantea es verificar la oportunidad política y la posibilidad técnica de contar con un marco normativo general capaz de asegurar la convivencia y coordinación de las distintas figuras societarias. A este respecto conviene recordar que desde comienzos de los años cincuenta la reforma del derecho de sociedades se ha polarizado básicamente entorno a las disciplinas de sociedades de capital y que dentro de este sector dicha tarea se ha llevado a cabo en fases sucesivas bajo la presión —nada liviana por cierto— del proceso de armonización europea. Esta situación se ha visto agravada por las deficiencias de técnica jurídica tan llamativas en las recientes reformas legales y por la convicción de que una configuración autónoma de las relaciones jurídicas internas no basta para tutelar los intereses necesitados de protección. A ello hay que añadir todavía que los cambios normativos operados en los últimos años no siempre se han traducido en una mejora del cuadro institucional y sistemático de nuestra disciplina y menos aún han contribuido a superar los graves problemas de fragmentación de la ciencia jurídica, que constituye como es sabido uno de los rasgos distintivos del siglo XX hasta el punto de entender, como ha recordado con tanto pesimismo como lucidez COING “que el tiempo de la ciencia jurídica europea había tocado a su fin”.

### 3. CRISIS DEL EQUIPAMIENTO TÉCNICO Y CONCEPTUAL

El tránsito del tradicional derecho de sociedades a esta nueva disciplina integrada en lo fundamental por reglas técnicas de naturaleza imperativa y fórmulas de sanción heterónoma ha obligado a revisar aspectos no irrelevantes del dispositivo aplicable hasta hace sólo unos años. Particular atención merece el mantenimiento del carácter instrumental y funcional de esta normativa —no solo sus principios ordenadores sino sobre todo las reglas técnicas y organizativas que la integran— así como los fundamentos económicos y jurídicos presentes en la regulación de esta materia. El resultado de todo ello es la liquidación del aparato conceptual y de la estructura organizativa del derecho de sociedades dentro de un clima generalizado de descodificación, anticodificación o en el mejor de los casos “nueva codificación”. Se plantea de esta suerte una opción codificadora renovadora del contenido y postulados ideológicos del tradicional derecho de sociedades a través de la continuidad sociológica y la seguridad jurídico-formal que los códigos ofrecen.

#### A) RUPTURA DE LA CONFORMACIÓN TIPOLÓGICA DEL DERECHO DE SOCIEDADES

La conformación del tráfico societario responde desde hace años no tanto a la renovación del arsenal normativo cuanto a la propia actuación de los operadores jurídicos y económicos que al amparo de la jurisprudencia cautelar no han cesado de elaborar nuevas formas de organización más acordes con sus propias necesidades. Con el entrecruzamiento de esquemas organizativos de procedencia diversa y la creación de tipos mixtos de sociedad los particulares se sirven de técnicas análogas a las aplicadas por el legislador en la regulación de la sociedad en comandita simple, las sociedades de responsabilidad limitada o la comanditaria por acciones. Tales prácticas han ocasionado una progresiva hibridación y desfuncionaliza-

ción de los tipos societarios y han puesto con ello en cuestión la propia viabilidad del ordenamiento vigente.

La incapacidad de la comunidad científica, al promulgarse la LSA 1951 y LSRL 1953, para elaborar un doble sistema de sociedades de capital relegando a la sociedad de responsabilidad limitada a una existencia lánguida a la sombra de la sociedad anónima y con una pérdida de capital diferenciado de la sociedad anónima debido a la falta de atención en medios doctrinales y profesionales (PAZ-ARES), ha desencadenado una permanente controversia sobre la estructura y función de los tipos sociales y su respectiva diferenciación, conocida en la doctrina con el término de la “cuestión tipológica”. Baste a este respecto con señalar que en la actualidad las diferencias entre ambas sociedades se han hecho prácticamente irreconocibles. Análogas dificultades de tipificación y diferenciación se plantean entre sociedades de personas y sociedades de capitales, un desdibujamiento que se hace visible sobre todo en relación con las sociedades anónimas. Un examen superficial de los estatutos de estas últimas permiten advertir en qué medida cuentan con elementos tanto “corporativistas” como “individualistas” y la frecuencia con que se estructuran bajo el principio de autoorganismo. En estos casos se apropian de una configuración interna marcadamente personalista, merced al juego de las restricciones estatutarias, la libre transmisibilidad de las acciones, los convenios sobre el derecho de voto o la adopción de acuerdos bajo un régimen de mayorías cualificadas, por citar ejemplos conocidos.

Otro tanto sucede en el ámbito de las sociedades civiles y colectivas. Su estructura flexible e “inespecífica” permite a estas figuras adoptar criterios organizativos propios de las empresas de base corporativa con una regulación interna análoga a la de una sociedad anónima y sujetas en su funcionamiento a los mismos principios que gobiernan estas últimas. Tiene lugar de esta suerte un proceso de pérdida de identidad tipológica, que se ha convertido en un verdadero *signum iuris* de la práctica societaria de nuestros días, a cuyo significado y alcance

hago referencia en un trabajo de próxima publicación. La divergencia entre tipología legal y tipología social, entre el esquema diseñado por la ley y las modalidades que se dan en la realidad social y empresarial han provocado a su vez —según un término acuñado por el profesor A. ROJO— una “progresiva” desfuncionalización de las formas jurídicas que se extiende a todas las áreas del derecho de sociedades y cobra particular relieve en el ámbito de la sociedad anónima.

## B) DESMANTELAMIENTO DE LOS DERECHOS DEL SOCIO

El fenómeno de la pertenencia a una agrupación voluntaria de personas y el nacimiento de la condición de miembro de tal agrupación ha puesto en discusión la posibilidad técnica de integrar de forma conceptualmente coherente el complejo haz de concepciones jurídicas que se anudan al *status* de socio hasta el punto de suscitar a lo largo del siglo pasado cuestiones de tanta complejidad como su configuración técnica y su naturaleza jurídica, convirtiéndose estas últimas en uno de los puntos nucleares de la teoría general del derecho de sociedades. El examen del derecho comparado —la literatura societaria alemana e italiana fundamentalmente— ilustra con claridad las dificultades dogmáticas que obstaculizan el tratamiento unitario de esta materia y la conveniencia por tanto de mantener la caracterización de la condición de socio como expresión de una serie de derechos y obligaciones que conforman su relación jurídica con la sociedad, como derecho subjetivo anclado en la patrimonialización y objetivación de la participación social y finalmente como objeto de negocio jurídico. Huelga decir que el tratamiento de este complejo haz de problemas reviste una particular significación de orden tanto sustantivo como procesal, en el plano por tanto de la legitimación activa y pasiva para el ejercicio de los derechos de socio frente a la sociedad y entre sí, según se lleva a cabo en sociedades de base corporativa o de carácter contractual.

Así como la regulación de los derechos de socio no ha experimentado cambios significativos en las sociedades personalistas, no puede decirse lo mismo en las sociedades de responsabilidad limitada, una figura de carácter acusadamente flexible y al mismo tiempo cerrado, en la que su condición de sociedad híbrida sirve de principio informador de la normativa legal *in toto*. De ahí que las discusiones en torno a la condición de socio terminen proyectándose invariablemente sobre el régimen de la participación social y su particular relevancia dentro de la categoría más amplia de participaciones inherentes a toda relación de estructura asociativa. El significado de la participación social y el análisis de los derechos y obligaciones que confiere la titularidad sobre la misma asumen una significación medular en la disciplina relativa a la condición de socio. Esta concepción, que sigue siendo congruente con el utillaje conceptual y la estructura del derecho de sociedades, concebido desde sus orígenes como un marco regulador esencialmente neutro, reviste una constitutiva incompatibilidad con el estatuto jurídico de las sociedades cotizadas. La inclusión dentro de este último de un esquema funcional capaz de hacer efectiva la protección del inversor así como la transparencia y el fomento de un mercado de valores eficiente y autónomo nos pone en guardia sobre la insuficiencia del derecho de sociedades y muy especialmente sobre la pérdida de vigencia del modelo legal de la anónima a la hora de resolver los problemas específicos de las sociedades cotizadas.

A mediados de 1999 el profesor SÁNCHEZ ANDRÉS —en un sugerente análisis sobre la sociedad anónima y el mercado al hilo de las reformas legislativas llevadas a cabo en nuestro país con la promulgación de la Ley 37/1998, que reformaba tanto la Ley del Mercado de Valores como la denominada Ley de “acompañamiento”(Ley 50/1998)— llamaba la atención no solo sobre determinadas cuestiones dudosas o simplemente opinables de la reforma sino sobre las inconsistencias y contradicciones de esta última y la “perversión del proceso legislativo” puesto en marcha en

aquellos años. Sin entrar en los pormenores de este análisis comparto su preocupación por el déficit de legalidad y legitimidad de las reformas realizadas desde finales del siglo pasado en un marco general sujeto a una progresiva degradación de la lógica institucional de nuestro ordenamiento jurídico en su conjunto. Buena prueba de ello es el proceso de *rule making* canonizado en la esfera parlamentaria que, en palabras de este autor, “empieza a contaminar la arquitectura procedimental (definición en principios configuradores de los modelos de Derecho público y privado) que desde 1978, para los primeros, y mucho antes para los segundos articulan y confieren su sentido propio al sistema legal español”.

Lo más grave de todo —y sin duda el aspecto más relevante— es que la política reformista promovida en este sector no solo no ha mejorado sino que ha rebajado las garantías societarias de los inversores tanto en su condición de obligacionistas como en su papel de socios y miembros de pleno derecho de la compañía a la par que ha incrementado de modo correlativo el poder de los administradores dentro de las sociedades bursátiles. No le falta razón al ilustre colega, prematuramente desaparecido, al denunciar el progresivo dismantelamiento de los derechos del accionista en la sociedad cotizada, un proceso que se hace visible hoy tanto en las facultades conferidas a los administradores para su eliminación como en el “acoso y derribo de los derechos del accionista” mediante previsiones legales o estatutarias que autorizan bien a suprimir otro tipo de prerrogativas esta vez de índole económica —porcentaje mínimo de la retribución que *ministerio legis* disfrutaban los accionistas sin voto y el carácter acumulativo de su dividendo, antes también prerrogativa de derecho necesario— bien a facultar a los órganos sociales para modificar otros atributos de naturaleza mixta.

Todo ello corrobora la particular gravedad de desplazar hacia la gran masa de socios “pasivos” o inversores el riesgo de empresa sin contrapartidas económicas y políticas verdaderas, cuando tales sujetos se mueven por razones de rentabilidad y diversificación de los riesgos,

desprovistos de *affectio societatis* y sin propósito alguno de que se les reconozca el derecho a participar en eventuales tomas de control al no tener más objetivo que el de acrecentar las expectativas de rendimiento a través de mercados de valores eficientes. El cambio de tendencia —y hasta de modelo— experimentado en no pocos ordenamientos nacionales en relación con la sociedad cotizada luce en el ejercicio de los derechos administrativos del socio como expresión última de una posición fiduciaria directa. En la práctica este esquema tradicional ha sido sustituido por una relación fiduciaria mediata de carácter triangular, en la que intervienen no sólo los inversores ordinarios sino también los intermediarios profesionales (inversores institucionales) y con frecuencia el propio *management*. La particularidad de este modelo radica, como es sobradamente conocido, en la existencia dentro de dicha relación fiduciaria de una contraposición —y en ocasiones también de una colusión— entre los nuevos accionistas y los administradores.

Examinada a la luz de la ecuación propiedad-riesgo-poder, la posición jurídica de socio en una sociedad con capital disperso se caracteriza —contrariamente a lo que sucede en las sociedades cerradas con estrechas relaciones entre socios y administradores, un permanente control sobre estos últimos y el sometimiento a específicos deberes fiduciarios— por el debilitamiento de los lazos internos entre los socios, la renuncia anticipada al control de la sociedad y a la tutela de su interés patrimonial. De igual modo tiene lugar una renuncia anticipada al ejercicio del derecho de voto, sin que el accionista inversor tenga que ser “siquiera consultado”, originándose de esta suerte, en palabras de SÁNCHEZ ANDRÉS, una extraña recreación liberal de la doctrina de la *Unternehmen an sich* que eleva a esas grandes corporaciones a una esfera transcendente por mor de la eficiencia del mercado.

### C) DECLIVE DE LA JUNTA GENERAL

El modelo normativo que se conforma a mediados del siglo XX —y continua sus-

tancialmente vigente— descansa como es de sobra conocido en la denominada estructura corporativa real, esto es, una corporación en la que los socios ejercen sus derechos y la Junta General mantiene la competencia de las decisiones básicas, practicando un control directo o indirecto sobre la dirección de la sociedad. Hace tiempo empero que este modelo de accionistas reunidos en Junta General que controlan a los administradores y ejercen una activa participación asamblearía ha perdido buena parte de su vigencia. La crisis de la Junta General en las sociedades cotizadas y las vinculaciones entre declive de la misma y debilitamiento de los mecanismos de supervisión y control de los administradores forman parte del corazón mismo del debate societario de nuestros días. Desde la pionera e influyente obra de BERLE y MEANS, aparecida por vez primera en Nueva York en 1932 y objeto de sucesivas ediciones y de innumerables comentarios, uno de los problemas centrales de la dogmática societaria ha sido y sigue siendo la distribución y el control del poder en las sociedades de capital, especialmente en las cotizadas, así como los mecanismos de control —frenos y contrapesos— destinados a vigilar el ejercicio de semejante poder.

Un temario que con terminología no siempre precisa ha sido rebautizado en nuestros días con la expresión procedente de la literatura financiera de *Corporate Governance*, fenómeno en buena medida provocado por la distribución del poder de decisión, el control del ejercicio de este último ante el desinterés y la incapacidad de los inversores individuales para decidir y la consolidación del *managerialism* con su correlato de confiar a los mercados de valores no solo la financiación de la sociedad sino la evolución de sus rendimientos en consideración a intereses transpersonalistas que ponen derechamente en cuestión la tradicional concepción contractualista de tales fenómenos.

Lo que en definitiva se discute es si la pérdida de hegemonía de la Junta General a favor del Consejo de administración representa un fenómeno solo pasajero o estamos por el con-

trario ante un nuevo modelo de organización interna de la sociedad, un genuino cambio estructural que, amén de atribuir a la Junta la posición residual hoy conocida, hace del órgano de administración el foco de prevalente atención en el debate doctrinal y en las propuestas de reforma de gobierno corporativo. El viejo modelo jerárquico que confiere sin más el poder soberano a la Junta General, relegando al órgano de administración a una posición subordinada, ha dejado sencillamente de aplicarse y ha puesto en cuestión la vigencia efectiva del modelo legal de relaciones interorgánicas. Uno de los aspectos sin duda más destacados en las sociedades abiertas de capital disperso, junto a la pérdida de poder hegemónico de la Junta, es que en el proceso constitutivo de esta última —integrado por una serie de procedimientos preparatorios tales como la convocatoria, determinación del orden del día, etc. que en sí mismos forman parte de la Junta mediante anuncios formales, prensa, pactos, contactos informales— la voluntad social queda prácticamente conformada antes de su celebración; de ahí que la Junta tenga un carácter más protocolario que sustantivo, quedando desvirtuada cuando no eliminada su condición de órgano deliberante (EISENBERG). A ello habría todavía que añadir la tendencia seguida en buena parte de los ordenamientos de sustraer a la competencia de esta última operaciones de tanta trascendencia como la aportación de ramas importantes de actividad empresarial a sociedades ya existentes o de nueva creación.

#### D) CONTAMINACIÓN DE LA ARQUITECTURA PROCEDIMENTAL: LA REVOLUCIÓN DE LOS MANAGERS

El criterio prevalente, proclamado en el terreno de los principios y en las propias normas legales, de que los miembros del órgano de administración son nombrados y destituidos por la Junta General, asumiendo de esta suerte una clara posición de dependencia respecto de la misma se ha visto desmentido por los datos

de la realidad. Estos últimos ponen de manifiesto con particular elocuencia cuan lejos este modelo legal, vigente sólo en el plano formal, dista de ser efectivamente aplicado. En la literatura financiera de nuestros días destinada a examinar la disciplina de las sociedades cotizadas es criterio pacífico el reconocimiento y defensa de la preeminente posición atribuida a los administradores. El Consejo no sólo elige a sus miembros por cooptación sino que es asimismo competente para evaluar, sin posibilidad de delegar esta tarea, la “calidad y eficiencia de su propio funcionamiento”, según la formulación contenida en su Recomendación 30 del Código Conthe. Como ya denunciara en su momento M. LUTTER asistimos a una “práctica subversión” del sistema legal de competencias entre órganos a favor de los administradores y en detrimento de los socios, esto es, de la Junta General con la particularidad de que el reforzamiento del órgano de administración se acentúa aún más si cabe cuando se trata de sociedades de estructura policorporativa. En ellas los derechos de participación social —voto, información, nombramiento y destitución de los administradores, modificaciones estatutarias relativas a la cifra de capital y operaciones de reestructuración empresarial, en particular fusiones, escisiones y disolución de la sociedad— son ejercitados de forma mediata a través del control atribuido al órgano de administración de la sociedad dominante como titular directo de tales derechos en la sociedad dominada, una posición preeminente ajena en todo caso a la “lógica plutocrática que inicialmente presidió el afianzamiento de la sociedad anónima” (SÁNCHEZ ANDRÉS).

La separación en las grandes sociedades entre sociedad y control y la difusión de la propiedad de las acciones de gran número de pequeños inversores dominados por un creciente absentismo y sujetos a una permanente dispersión han suscitado una viva controversia, cuyos puntos básicos fueron brillantemente expuestos a comienzos de los noventa por EASTERBROOK y FISCHER y años después por el Profesor de la Universidad de Columbia J.C. COFFEE Jr. Este debate, del que se ha hecho eco asimismo

la doctrina mercantilista europea, ha reavivado el viejo problema de quién ejerce el control en la sociedad anónima cotizada, un interrogante que tanto por las especialidades técnicas de su labor como por el desarrollo de las estructuras administrativas y el permanente recurso al *proxy system* se resuelve desde hace años en el sentido de atribuir a los *managers* y no a la Junta el poder de decisión, cuyo ejercicio se lleva a cabo, al menos formalmente, en defensa del interés social. Durante más de medio siglo la tesis dominante ha sido reconocer como titulares del poder de gestión y decisión de la empresa únicamente a los *managers*, término que, como ya advirtiera entre nosotros GARRIDO, sólo parcialmente coincide con el de administradores en sentido técnico-jurídico, al venir referido a cuantos dentro de la empresa tienen una responsabilidad de gestión, esto es, administradores, gerentes, altos ejecutivos, facultad que viene ejercitada bien directamente en defensa y promoción del interés social, bien indirectamente como instrumento de tutela del interés de los accionistas.

Congruentemente con lo anterior, el modelo teórico adoptado por el legislador societario a lo largo del siglo pasado, que atribuye a los accionistas reunidos en Junta General el control de los administradores y la competencia sobre asuntos de destacada importancia en la vida social, se ha hecho irreconocible. Más aún: quien busque alguna información sobre los problemas relativos a la estructura orgánica de la sociedad y se preocupe por analizar las consecuencias provocadas por el absentismo de un accionariado disperso, que pone en manos de los directivos el poder de decisión de la sociedad —bien de forma autónoma como sucede en USA, bien en combinación con las entidades de crédito, como es regla frecuente en la Europa continental— buscará en vano. El hecho de que con frecuencia los intereses de los principales accionistas vengan representados por gestores que actúan de forma profesional y por cuenta ajena y que estos últimos tengan el cometido de administrar en bloque las participaciones societarias y ejercitar en cuanto tales los derechos políticos de socio ha

originado esta creciente separación entre funciones de administración y supervisión que constituye una de las claves del moderno *corporate governance*.

La concurrencia de estos y otros factores ha originado, como no podía ser de otra forma, una profunda crisis del reparto de competencias entre los órganos societarios que pone derechamente en cuestión la aptitud funcional del dispositivo legal. Buena parte de las reflexiones de la literatura jurídica de los últimos años —al menos las más sugerentes y también las más polémicas— se han propuesto revisar, a partir del declive de la asamblea y de la posición hegemónica del órgano de administración, tanto la naturaleza jurídica de este último como sus funciones tradicionales. Hace ahora más de tres décadas EISENBERG —uno de los más influyentes teóricos del derecho de sociedades en Estados Unidos, cuya obra ha modulado de forma no irrelevante el debate societarios sin perjuicio de la permanente atención crítica recibida— advirtió que la verdadera gestión tenía lugar a extramuros del Consejo desde el momento en que este último había dejado de administrar para limitarse a supervisar la labor del *management*. A partir de ahí el control de los directivos se convierte en un “problema permanente” de gobierno societario y plantea la exigencia de introducir mecanismos de supervisión mas allá la potestad disciplinaria de la Junta así como de atribuir tales mecanismos a otros sujetos o instituciones orgánicos o extraorgánicos más eficientes.

Huelga decir que este proceso se ha visto además favorecido por una concepción institucional de la empresa, dominante todavía hoy en buen número de ordenamientos continentales europeos que antepone las exigencias a largo plazo a los intereses individuales del accionista. La defensa del interés social se configura de esta suerte como un presupuesto no solo de la continuidad de la gestión sino de habilitación a los administradores para definir las estrategias de la sociedad frente a los restantes intereses que confluyen en la actividad de la misma. Los administradores, como ha recordado oportunamente BEBCHUK, solo eligen

“fórmulas maximizadoras del interés del inversor y optimizadoras del papel de los accionistas cuando el alcance redistributivo de las operaciones o medidas a desarrollar es insignificante mientras prefieren soluciones distintas cuando tal alcance es mayor o son temas que afectan a la *market discipline*”.

#### 4. NUEVOS HECHOS, NUEVO DERECHO DE SOCIEDADES DE CAPITAL

Han transcurrido casi ocho decenios desde que en 1933 se publicara la primera monografía del Profesor GARRIGUES —la obra básica y más representativa de su etapa de “juventud académica”, un pequeño opúsculo de un centenar largo de páginas aparecido bajo el sugestivo título de “Nuevos hechos, nuevo Derecho de la Sociedad Anónima”— en el que el ilustre Maestro denunciaba la moderna tendencia de esta forma societaria a configurarse jerárquicamente y a “recobrar frente al Estado la consideración de órgano de la economía nacional”. Frente a los cambios ideológicos, económicos y sociales que tienen lugar en los siglos XVIII y XIX y que originan un proceso de democratización en el funcionamiento de la sociedad anónima —y como corolario de ello la consagración de la regla de paridad de trato entre los socios y la progresiva independencia de la sociedad frente a los poderes públicos así como el reconocimiento de un amplio margen de autonomía de la voluntad acorde con el espíritu liberal que informa el movimiento codificador del siglo pasado— nuevos hechos de carácter económico y social irrumpen en el escenario del derecho de sociedades y dan lugar a la elaboración de un “nuevo derecho”. Entre ellos merecen particular atención la influencia directa o indirecta del interés público, la contemplación de intereses transpersonalistas fruto de la aparición de la empresa de grandes dimensiones y la dispersión de la propiedad. Esta disciplina de nuevo cuño recupera la fisonomía aristocrática de la vieja anónima y desencadena una abierta oposición entre ac-

cionistas y administradores y de los diversos grupos de accionistas entre sí hasta el punto de excluir por innecesaria y contraproducente la intervención del pequeño accionariado en la dirección de la empresa sustrayendo al accionista la fracción de poder correspondiente a la parte de capital detenida.

Esta nueva tendencia normativa ofrece un rico instrumental que más allá de su sentido histórico reviste en la actualidad una notable relevancia. De los tres soportes básicos que articulan este dispositivo, el primero se identifica con la defensa de la administración y de la empresa mediante la creación de acciones especiales como son las de voto múltiple y las llamadas “acciones reservadas”. El segundo soporte básico pasa por la privación de derechos al pequeño accionista: la falta de ejercicio efectivo de los derechos de este último evidencia el fracaso de la concepción democrática de la sociedad anónima y justifica a la postre su anulación legal. GARRIGUES subraya el grave escollo que supone la naturaleza dimisionaria de los accionistas inversores para el funcionamiento democrático de la sociedad al tratarse de socios que no tienen espíritu de empresa sino solo de ahorro y especulación con una psicología “dócil o furiosa según la marcha de los asuntos sociales”. El tercer y último de los elementos que conforman este nuevo derecho se anuda al estatuto y posición orgánica de los administradores como defensores del interés de la empresa, su conservación y prosperidad: el sometimiento de la administración a la Junta General de accionistas entraña el riesgo de “entorpecer las iniciativas vigorosas, las rápidas decisiones, las dotes de organización de los administradores”, lo que obliga al reforzamiento de la autonomía de estos últimos dentro de la orientación que, con unos u otros matices, venía postulando la doctrina de la *Unternehmen an sich*.

De aquél formidable intento de reforma de la sociedad anónima acometido en solitario por GARRIGUES en los años treinta —un punto de inflexión en la doctrina española en materia de sociedades— nos queda sobre todo la existencia de una nueva concepción meto-

dológica. A partir de entonces y antes de entrar en el tratamiento jurídico de una institución es obligado conocer su estructura técnica y su función económica, sometiendo a crítica las fuentes nacionales y extranjeras, clave permanente para el entendimiento de la sociedad anónima en fase de transformación. De ahí el interés y pertinencia de iniciar con esta obra el examen de los procesos de cambio del derecho de sociedades en el momento actual.

## A) LA CONVERGENCIA EUROPEA Y SUS LÍMITES

Uno de los factores determinantes de la evolución del derecho español de sociedades durante casi medio siglo ha sido el proceso institucional de la evolución europea y el arsenal de medidas jurídico-societarias aprobadas por el legislador europeo durante los últimos cuatro decenios. En efecto desde finales de los años sesenta y hasta bien entrados los ochenta la Comisión y el Consejo se habían limitado a “explorar la diversidad legislativa” entre los países miembros dentro del tráfico económico organizado en forma de empresa como paso previo a la coordinación por medio de directivas de derechos nacionales con una tradición jurídica semejante, un lenguaje científico común y el soporte o aval de una doctrina científica en cierto modo también común. Al optar por la vía armonizadora las autoridades comunitarias no solo garantizaban la transferencia del saber jurídico con un modelo de mínimos, esto es, de resultados y no de medios sino que sirviéndose de las directivas privilegiaba la doble instrumentalidad del derecho de sociedades a efectos de la integración económica entre los países miembros y de la consolidación del mercado común. Por un lado a través de la eliminación de obstáculos de carácter fiscal y material; por otro y fundamentalmente haciendo de los datos económicos reales la pieza decisiva en los procesos de toma de decisiones dentro del ámbito empresarial con la posibilidad adicional de crear unidades económicas acordes con las dimensiones y características de ese mercado ampliado. Los resultados de este

proceso son sobradamente conocidos: durante los primeros años setenta —para ser precisos, a partir de 1968— tiene lugar una codificación encubierta del régimen de las sociedades de capital con directa incidencia sobre la publicidad formal, tutela del capital, procesos de reestructuración empresarial, contabilidad y auditoría. Una codificación que, pese a estar sometida a las exigencias de una realidad económica en permanente transformación que obliga a adaptar los sectores normalizados a los datos cambiantes del tráfico en un proceso de interacción entre diferentes esferas normativas, mantiene viva una sustancial identidad y una efectividad razonablemente asegurada a través del aparato institucional de la proppia UE.

Esta primera etapa de armonización centralizada trataba tan sólo de asegurar una equivalencia de resultados normativos entre los diferentes ordenamientos jurídicos estatales de tal suerte que quedase garantizada la homogeneidad de aquella red de datos jurídicos nacionales que conforman el marco de actuación de los operadores económicos en un sistema de libre mercado. Además de impedir que la disparidad jurídica se tradujera en un factor de distorsión de la competencia y por tanto de disfuncionalidad del propio mercado, se promovía la creación de un entorno favorable al desarrollo y cooperación económica e internacional entre empresas de distintos países miembros en situación de permanente conflicto con el carácter territorial limitado de sus respectivos derechos nacionales. Tras el fracaso de la Propuesta de Quinta Directiva y la crisis económica e institucional de la Comunidad a mediados de los ochenta se produce una acusada desaceleración del programa armonizador que conduce en los noventa al estancamiento y posterior abandono de este último. Se trata de un proceso de alguna forma distorsionado como consecuencia de barreras técnicas originadas por prácticas de gobierno corporativo diferenciadas y de una amplia batería de mecanismos reguladores del mercado de capitales no siempre iguales y en ocasiones contrapuestos. Este elenco de factores estructurales unido a determinados problemas coyunturales

terminó por imponer en los años noventa una severa dieta de adelgazamiento del derecho comunitario armonizado por vía de directivas y al mismo tiempo la reactivación de los Reglamentos y con ello la creación de estructuras organizativas de carácter estrictamente europeo. En vísperas del nuevo siglo se consolida un clima de ideas que tras su paso por los Estados miembros termina por calar en las instancias comunitarias al amparo de los principios de subsidiaridad y proporcionalidad y las severas restricciones impuestas a los órganos comunitarios en el Tratado de Maastricht.

A finales del siglo pasado se inicia un proceso de nuevo cuño —denominado gráficamente “armonización de la armonización”— con el fin de suprimir las insuficiencias y lagunas normativas con que los ordenamientos nacionales regulan los fenómenos de carácter estrictamente transfronterizo ligados a la difusión de práctica de buen gobierno corporativo, reestructuraciones empresariales, pirámides y grupos o ejercicio transnacional de los derechos del accionista. En este marco se inscriben las llamadas “directivas de segunda generación” que impulsan la aproximación de las legislaciones nacionales por la vía de una nueva, suave y lenta armonización destinada a lograr un entorno jurídico más favorable al marco empresarial y financiero en que las empresas deben operar. Se consolida de esta suerte un proceso de desregulación o autorregulación con transparencia, simplificación normativa y competencia entre legislaciones nacionales.

El Tribunal de Justicia, principal garante del respeto al derecho comunitario europeo y órgano por excelencia de la interpretación y aplicación de este último ha contribuido de forma decisiva a la evolución del derecho europeo de sociedades sirviéndose para ello de muy diversas vías: resolución de cuestiones prejudiciales, vigilancia y control de la adecuación de las normas específicas nacionales a la legislación comunitaria en el ámbito sobre todo de la libertad de establecimiento de las personas jurídicas así como la profundización de la integración europea mediante directrices destinadas a evitar discriminaciones entre sociedades

nacionales y de otros países miembros con un control de la eficacia directa de las disposiciones establecidas en el Tratado. Hasta fechas bien recientes —y todavía hoy— es conocida la renuencia por parte de la jurisprudencia comunitaria a aplicar la *interpretatio abrogans* como forma de remover los obstáculos tradicionales a las operaciones transfronterizas así como el modesto alcance de buena parte de sus *leader cases*. Unas veces por el propio rechazo del Tribunal del Justicia a reconstruir la personalidad jurídica que migra según las leyes del país anfitrión; otras por el juego incontrastado del interés público general como fuente legitimadora de restricciones; otras, en fin, por la ausencia de un espacio registral europeo. El hecho es que los avances en esta materia no han sido los inicialmente previstos.

En mayo de 2003 y con el título “Modernización del derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial de la unión europea: un Plan para avanzar” la Comisión remite al Consejo y Parlamento europeo un importante documento de análisis en el que venían recogidas buena parte de las propuestas formuladas en el Informe Winter, un genuino programa de política jurídica para un nuevo diseño del ordenamiento societario. Con el fin de construir un derecho europeo de sociedades de nueva planta en relación tanto con los instrumentos regulatorios como con las nuevas tendencias en materia de gobierno corporativo. Por lo que al primer tema se refiere la Comisión alerta sobre la necesidad de debatir en profundidad las ventajas del modelo USA renovado o, en su caso, de un nuevo sistema de normas básicamente imperativas según la *Model Business Corporation Act*, que la propia Comisión se encargaría de trasladar directamente a los Estados miembros por el cauce de las Recomendaciones. Si se llegara por el contrario a la conclusión de que el derecho europeo precisa en la actualidad de una regulación imperativa, la opción político-jurídica volvería de nuevo a polarizarse entre Directivas y Reglamentos, un viejo debate sobre el que la Comisión ha manifestado ya su propósito de privilegiar este instrumento normativo como mecanismo de

sustitución de las Directivas tradicionales en aras a la simplificación del procedimiento de producción de normas societarias, avalado no solo por el carácter autoejecutivo de los Reglamentos sino sobre todo y fundamentalmente por la necesidad imperiosa de someter a los operadores económicos a iguales disposiciones normativas y hacerlo además a un mismo tiempo. La aprobación del Estatuto de la Sociedad Privada Europea por el cauce del Reglamento y no de la Recomendación-modelo constituye un buen ejemplo de la firme decisión de la Comisión en favor de una “forma jurídica a veinticinco” en lugar de veinticinco formas jurídicas diversas nacidas de otros tantos diferentes procesos de incorporación de las Directivas a los ordenamientos internos.

Un análisis global de las directrices formuladas por la Comisión europea para la modernización del derecho de sociedades permite acotar dos áreas bien definidas. De la primera formarían parte un amplio catálogo de iniciativas político-jurídicas en sectores de particular significación, destinadas sobre todo a aumentar la transparencia informativa, garantizar la *par conditio concurrentium*, evitar la utilización fraudulenta de las normas societarias y de forma especial reforzar la movilidad de las empresas e impulsar la creación de nuevas formas jurídico-societarias. La segunda, de carácter técnico, es la que mayor número de frentes presenta en estos momentos: simplificación de la Segunda Directiva y elaboración de un régimen alternativo a la tradicional noción de capital social; reactivación de la disciplina sobre grupos y mayor y mejor información financiera sobre cuentas consolidadas; intensificación de registro de las redes nacionales y posibilidad de disponer de información electrónica sobre los datos de las empresas; reestructuración y movilidad de las sociedades y, como habrá ocasión de examinar enseguida, reforzamiento de los derechos de los accionistas, reforma del Consejo de administración y niveles superiores de información en relación con la prácticas de buen gobierno. El objetivo último es en todo caso una “estrategia para la simplificación” de los contenidos del dispositivo legal en orden a

la prosecución de los fines superiores establecidos en el artículo 2 TU.

La “competencia entre legislaciones”, que constituye en palabras de la Profesora Roberta ROMANO el rasgo definitorio del *genius* del derecho de sociedades norteamericano, ha pasado a ser en estos momentos, como subraya M. LUTTER, una de las prioridades de la Unión Europea. A ello habría contribuido la capacidad de este proceso para promover un derecho de calidad, entendiendo por tal, como dice PAZ-ARES, aquél que, además de ser “denso” y cubrir numerosas contingencias, es lo suficientemente flexible como para adaptarse a muchos tipos de empresas, cuando en el derecho continental europeo las dinámicas competitivas se han llevado a cabo hasta ahora en el seno del propio ordenamiento nacional y en relación exclusivamente con los tipos societarios “por razón de la flexibilidad organizacional de cobertura contractual de las distintas alternativas posibles y la certeza y complitud de sus normas”.

Con independencia de la dificultad de conciliar este arbitraje regulador con los planteamientos económicos y competenciales de los diferentes Estados miembros y del riesgo ya en estos momentos de prácticas anticompetitivas, cabría preguntarse si tal competencia regulatoria tiene sentido una vez alcanzado por vía de armonización un “mínimo de equivalencia sustancial” en el seno de la Unión Europea. Nuestra mejor doctrina ha denunciado ya los peligros de esta “carrera a la baja” (*race to the bottom*) y, en particular, la igualación del régimen jurídico a partir de los modelos legislativos menos rigurosos, sin perjuicio de la existencia en el mercado de control societario de una propia y específica “*race to the top*” en la que —como claramente ilustra la disciplina de las OPAS— los principales beneficiarios serían los accionistas.

## B) NUEVO PARADIGMA SOCIETARIO A LA LUZ DEL MERCADO DE VALORES

En todos los ordenamientos avanzados se ha hecho preciso articular con carácter orgá-

nico un dispositivo —que se pretende ágil y seguro— integrado por normas procedentes tanto del derecho de sociedades como de la legislación del mercado de valores. Se trata de una tarea compleja técnicamente hablando con la finalidad, por un lado, de asegurar las ventajas sociales inherentes a la protección de cuantos comprometen sus ahorros en una sociedad cotizada, que sin embargo no gobiernan; por otro, hacer frente a las insuficiencias del ordenamiento tradicional tanto respecto a la capacidad de autorregulación de los operadores como a la protección judicial actualmente existente para salvaguardar los intereses de este colectivo disperso habida cuenta que el coste y complejidad de los litigios por fraude en los mercados de valores difícilmente puede garantizar la reparación del daño. Lo más grave a mi juicio —lo que a la postre dificulta un tratamiento complejo y coherente de la sociedad cotizada— es la constitutiva incompatibilidad de su estatuto jurídico con el utillaje conceptual y la estructura del derecho de sociedades, concebido desde sus orígenes como un derecho organizativo esencialmente neutro.

El estatuto jurídico de las sociedades cotizadas, en el que confluyen el derecho del mercado de valores y el derecho de sociedades reclamando un esfuerzo de interpenetración difícil no solo en el plano técnico-jurídico sino sobre todo en la esfera dogmática —un subtipo anclado en la existencia de un elevado número de acciones, fungibilidad de la condición de socio y disociación entre propiedad y control— suscita un amplio repertorio de cuestiones sujetas a una permanente controversia debido a las contradicciones internas de su reglamentación jurídica, la casuística con que se presenta en la vida corporativa y la existencia en derecho comparado de una pluralidad de modelos de organización, cuyas normas responden a tipologías y teleologías claramente diferenciadas. Una disciplina reguladora que en lo fundamental viene limitada al funcionamiento del mercado de capitales y al papel asignado al socio como actor en dicho mercado más que como miembro de una corporación de accionistas. En ella cobran particular relevancia no solo los

conflictos de interés y el aprovechamiento de oportunidades de negocio respecto de las que la sociedad haya manifestado sus preferencias sino la determinación misma de la función y contenido de la cláusula de interés social, la caracterización de la minoría y el alto potencial de conflictividad entre mayorías y minorías, grandes accionistas y pequeños inversores así como la existencia de modelos distintos de organizar la administración y la posibilidad de optar entre estructuras diferentes. En torno a esta materia se enuclean cuestiones tan dispares como los cauces destinados a la agrupación de los accionistas, la fijación de porcentajes escalonados a efectos del concepto mismo de minoría o la funcionalidad y publicidad de los pactos parasociales como en materias todas ellas que se encuentran en el “ojo del huracán” del actual debate societario.

No voy a detenerme ahora en el análisis y valoración de problemas a los que la doctrina ha prestado ya una atención pormenorizada. Para los propósitos aquí perseguidos bastará simplemente con recordar el peligro de utilización alternativa del derecho o de fraude de ley cuando para resolver problemas específicos de esta subespecie de sociedad anónima, que es la cotizada, se acuda exclusivamente al dispositivo conceptual y técnico del ordenamiento societario dado el riesgo que en estos casos se corre de traicionar los fines que dan sentido a un determinado aparato institucional (SÁNCHEZ ANDRÉS). La elaboración tanto de elementos técnicos como de un esquema funcional capaz de hacer efectiva la protección del inversor así como la transparencia y el fomento de un mercado de valores eficiente y autónomo son objetivos todos ellos que ponen claramente de manifiesto las limitaciones del tradicional derecho de sociedades y la pérdida de vigencia del modelo legal de la sociedad anónima. Es por ello por lo que es preciso impulsar una actuación más organizada y profesional de los accionistas inversores en su condición tanto de minoritarios como de inversores institucionales en los procesos de toma de decisiones a cuyo efecto se dictan normas específicas sobre *full disclosure* o plena transparencia informati-

va anudada a una supervisión independiente y externa de los mercados, exigencias de eficacia, trato igualitario entre inversores así como protección de la estabilidad de las entidades e intermediarios financieros.

\* Esta moderna concepción funcional del derecho de sociedades y sus vinculaciones institucionales y contractuales con el mercado de valores presupone una opción radical por la llamada *cultura de la transparencia* como sistema de tutela de los inversores en los mercados primarios de valores. El primer paso en esta dirección viene dado por la política legislativa tendente a la ampliación del derecho de los accionistas a obtener informaciones sobre el desenvolvimiento y expectativas de la sociedad como correlato del deber de transparencia impuesto a los administradores de las grandes sociedades con un accionariado disperso, especialmente las cotizadas. La intensificación de la política informativa —en el marco de Juntas Generales dotadas de un carácter cuasipúblico y con un alto número de participantes portadores de intereses dispares— resulta plenamente justificada y además deseable siempre que se respeten tanto las exigencias de un desenvolvimiento sin trabas de la gestión como el interés legítimo de la sociedad en mantener reservados ciertos hechos confidenciales, cuya divulgación podría perjudicar su propia posición competitiva.

El derecho de información del accionista como elemento nuclear del sistema societario ha sido desde siempre —no solo en nuestro país sino en la práctica totalidad de los ordenamientos nacionales— un semillero de problemas. Pese a contar con un excelente soporte técnico y a la existencia de criterios jurisprudenciales más o menos consolidados, lo cierto es que esta disciplina sigue siendo un asunto delicado y polémico, en el que permanecen abiertas importantes cuestiones interpretativas que dotan a esta materia de notable complejidad y de una permanente actualidad. Que es un tema polémico se comprende fácilmente con solo decir que lo que se halla sujeto a discusión es en definitiva si el derecho de información del accionista debe abordarse desde

una perspectiva intrasocietaria en el ámbito de las relaciones socio-sociedad y como un derecho individual del accionista. Este último no pasaría de ser una herramienta de fiscalización al convertirse en el cauce ordinario por cuyo conducto accede el accionista individual al control de la gestión de los administradores, quedando por tanto fuera de su tratamiento tanto la información al público inversor como la tutela de los denominados consumidores financieros y de los terceros interesados en la marcha de la empresa. O si por el contrario, tal derecho ha de examinarse a la luz de los deberes de información de la sociedad, esto es, de una política de máxima publicidad informativa inspirada en la llamada “filosofía de la transparencia” del mercado de valores.

Pues bien a partir de esta opción radical no hay en la nueva disciplina de las sociedades de capital punto alguno relacionado con el derecho de información que no resulte controvertido. A las facultades tradicionales de interpe-lación, solicitud de informes y examen de los documentos contables se anuda una política de máxima publicidad destinada a asegurar que la información que circule sea suficientemente veraz y fiable. El derecho de sociedades anónimas no solo amplía en efecto tales instrumentos de información sino que refuerza enérgicamente la fiabilidad material —y no sólo la regularidad formal de las cuentas sociales— merced a una fiscalización independiente realizada en el marco de la Ley de Auditoría bajo criterios de responsabilidad profesional. El dato que con mayor claridad refleja el cambio de modelo en materia de información societaria es la progresiva institucionalización del control social, esto es, la contemplación de intereses transpersonalistas visible, como ya advirtiera SÁNCHEZ ANDRÉS, en aquellas sociedades que recurren al mercado primario de valores o tienen sus valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o reconocidos; tanto si se trata de sociedades abiertas como de cotizadas en sentido estricto el objetivo fundamental es reforzar los deberes de información de los emisores de valores negociables, a cotizar o ya cotizados. Es justamente a este marco

al que se incorporan registros administrativos especiales tales como el registro de folletos o prospectos, comunicación de participaciones significativas y tenencia de acciones propias o el registro de hechos relevantes.

El dato más característico de las sociedades que hacen pública apelación al ahorro mediante la emisión u oferta de valores de cualquier clase consiste cabalmente en la profundización de tales tareas informativas. No debe por ello extrañar que la LMV obligue a promover la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar, según reza su artículo 13, “la transparencia de los mercados, la correcta información de los precios en los mismos y la protección de los inversores” y que en materia de información relevante se establezcan especiales cautelas que faciliten el conocimiento por parte del inversor, al menos en sus grandes líneas, de la estructura accionarial de la compañía, el seguimiento de los cambios de control con relevancia a efectos de una OPA y la identificación de posiciones que eventualmente pueden dar acceso a información privilegiada. Como ya señalara en su día SÁNCHEZ ANDRÉS la cultura de la transparencia responde a la necesidad de salvaguardar la infinita credulidad de los inversores ante la infinita codicia de los vendedores de productos financieros.

A partir de estos datos —y sin perjuicio del objeto, alcance y límites del derecho a obtener información fidedigna sobre las actividades de la sociedad, en cuyos pormenores no podemos ahora entrar— tiene lugar una permanente difusión y fortalecimiento de la cultura de la transparencia. De ello dan testimonio suficiente, fuera de nuestro país, los Principios Generales de la OCDE 1999, el Combined Code 2002, el Código de Autodisciplina italiano 2002, el alemán de Gobierno Corporativo de esa misma fecha así como el capítulo II del Informe Winter igualmente de 2002. Una tendencia promovida asimismo en el ordenamiento español merced al impulso tanto del Código Olivencia y del Informe Aldama como del Código Conthe.

El tema ha merecido una especial atención en la esfera comunitaria europea. La llamada

Directiva de la Transparencia de diciembre de 2004 sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado —que modifica a la Directiva 2001/34/CE y que en fechas recientes ha experimentado a su vez cambios no irrelevantes tras la aprobación de la Directiva 2007/36/CE— constituye, junto con la Directiva de OPAS, una de las piezas centrales del vigente sistema europeo. De la importancia de su contenido da buena prueba el hecho de sentar las bases para una regulación de los deberes de información de los emisores sobre convocatoria de la Junta General, ejercicio del derecho de representación, empleo de medios electrónicos para hacer llegar la información a los accionistas así como el cumplimiento por los emisores de normas mínimas de calidad para la difusión de la información en toda la Unión Europea mediante procedimientos rápidos y no discriminatorios. Ello significa que la información difundida está disponible de forma centralizada en el Estado de origen y que se favorece la creación de una red europea de datos accesibles a precios razonables para los inversores particulares promoviendo al mismo tiempo la libertad de competencia en la designación de los medios y operadores destinados a la difusión de la información. En la raíz de la publicación de esta directiva se encuentra la vieja aspiración, presente en la formación del derecho europeo, de contar con mercados eficientes, transparentes e integrados como requisito básico para una mejor distribución de capital y la subsiguiente reducción de costes. La prosecución de tales objetivos obliga a los emisores de valores a asegurar el flujo de información pública-periódica que se suministra a los inversores, lo que implica un régimen armonizado de tal dispositivo y una adecuada publicidad en materia de comunicación de participaciones significativas con derecho de voto.

\* La elaboración de instrumentos específicos para *incentivar la participación de los socios en la Junta General* y detener el progresivo declive de esta última más allá de los mecanismos

oportunistas en materia de transparencia informativa constituye una de las mayores preocupaciones dentro del actual proceso de reforma societaria. La denominada Ley de Transparencia 2003 incluye entre sus objetivos básicos el reforzamiento de la Junta General y de la posición de los accionistas introduciendo a este respecto eficaces mecanismos de control sobre el gobierno de dichas sociedades con vistas a potenciar la confianza de los accionistas e inversores en el buen funcionamiento de los órganos sociales. Además de establecer derechos reforzados de información obliga a las sociedades cotizadas a elaborar un Reglamento de la Junta y un Informe Anual de Gobierno Corporativo destinados a potenciar el papel de esta última y la participación de los accionistas en los procesos de toma de decisiones mediante la solicitud y obtención de delegaciones de voto, voto por correspondencia como expresión de la participación no integrada, supresión de la prohibición de la representación por los bancos y ejercicio por estos últimos del derecho de voto de los títulos en ellos depositados dando prioridad al denominado principio de transparencia en los términos anteriormente expuestos.

Con el fin de favorecer un mayor compromiso de los socios en los procesos de toma de decisiones por la vía no tanto, o no solo de incentivar su directa participación en la Junta General cuanto de favorecer la agrupación o asociación entre ellos se articula desde mediados de los años noventa un *direct monitoring* de los propios accionistas en cuestiones de gestión social reforzando por esta vía la posición de la Junta General en este ámbito. Más que una ampliación competencial por el juego de la autonomía estatutaria se produce una mayor incidencia de la Junta con un mayor rigor de la disciplina en materia de información. La existencia en todos los ordenamientos de un conjunto de recursos técnicos destinados a suplir el déficit de control de los administradores y a reactivar el funcionamiento de la Junta juega un papel determinante con relación a los inversores institucionales en su doble condición de canalizadores del ahorro privado hacia la in-

versión mobiliaria y garantes de los pequeños accionistas con dificultades para ejercitar los derechos de los paquetes accionariales existentes en su portafolio y sometidos a su control.

Se trata de una preocupación a la que no ha permanecido ajena la Unión Europea. Todos los ordenamientos se dotan de recursos técnicos destinados a reactivar el funcionamiento de la Junta, un proceso laborioso en el que junto a otros elementos han desempeñado un papel determinante sobre todo los inversores institucionales. A esta finalidad responden iniciativas tales como la introducción de fórmulas de representación, en los términos por ejemplo del *Vollmachtstimmrecht* reconocido en la KonTraG a las entidades de crédito depositarias de las acciones; los nuevos incentivos de participación y control de las minorías o los esfuerzos por reequilibrar la natural tendencia del socio al absentismo y potenciar la función directiva de la Junta General en los términos recogidos tanto en el Informe Winter 2002 como en el Plan de acción sobre Modernización del Derecho de Sociedades aprobado por la UE en mayo de 2003. A lo anterior cabe añadir la posibilidad de control de la Junta merced a la existencia de derechos de voto reforzado o a la celebración de esta última por video conferencia tal como se contempla en el Informe Baums de julio de 2001, el Código Crome de 6 de febrero de 2002 y la TransPuG. El elemento más destacado es sin duda la Directiva de julio de 2007. Se trata de una “Directiva de mínimos” que permite profundizar en la democracia accionarial al facultar a los legisladores nacionales para aplicar conforme a los principios de subsidiaridad y proporcionalidad un régimen más favorable a los accionistas y por contra más riguroso a las sociedades cotizadas, introduciendo un catálogo de medidas destinadas a facilitar de forma económica y sencilla el ejercicio de derecho de voto de los accionistas extranjeros (voto transfronterizo).

Objetivo final de este texto normativo es impulsar no solo la participación de los accionistas pequeños e individuales, que integran la base accionarial pasiva de muchas sociedades cotizadas en Europa, sino también de los in-

versores institucionales e intermediarios en la tenencia de acciones legitimados, como es sabido, para reactivar el funcionamiento de estas últimas por vías diversas. Unas veces mejorando el régimen de la convocatoria y de la información preparatoria de la Junta; otras suprimiendo todas las formas de bloqueo de las acciones, sustituyendo las exigencias de depósito o inmovilización por un sistema de registro en una fecha determinada próxima a la celebración de la Junta que no interfiera la intransmisibilidad de aquellas; finalmente favoreciendo la participación electrónica en las Juntas Generales y promoviendo procedimientos sencillos para el voto *in absentia* a través de un dispositivo específico aplicable tanto al ejercicio del voto por cuenta ajena y mecanismos de representación como a la intervención de apoderados, intermediarios y titulares fiduciarios.

Se trata de una directiva de extraordinaria significación que ofrece respuestas útiles tanto a las limitaciones impuestas a los pequeños accionistas transfronterizos individuales interesados en ejercitar su derecho de voto de forma económica y sencilla y a los problemas de reactivación de las Juntas Generales de sociedades cotizadas a raíz de las trabas impuestas a la legitimación anticipada como a las disfuncionalidades provocadas por la relación directa entre la sociedad emisora y el inversor. Este último supuesto reviste especial complejidad en aquellas cadenas de intermediarios que atraviesan distintos Estados y al amparo del sistema de representación de los valores sientan las bases para la tenencia indirecta o fiduciaria de las acciones, originándose con frecuencia conflictos entre el accionista extranjero y la entidad que, al tener las acciones registradas a su nombre en la jurisdicción de la sociedad emisora, se halla legitimada para el ejercicio de los derechos de participación del socio.

De este amplio temario, recogido aquí con carácter puramente enunciativo, relevante es sin duda la disociación entre titularidad económica o real de las acciones que corresponde al inversor extranjero y atribución formal de la condición de accionista o subsiguiente legitimación del mismo para el ejercicio de los

derechos de participación de conformidad con la ley societaria. Un problema nada liviano por cierto dada la diversidad de sistemas de representación de las acciones en los Estados miembros, la opacidad frente la sociedad emisora de las titularidades fiduciarias y el sometimiento a una pluralidad de legislaciones —disparas tanto por la atribución de la propiedad y el ejercicio de los derechos de socios como por la *lex societatis*— de relaciones contractuales de distinta naturaleza, bien entre emisor, que desconoce por lo general quien es el inversor final, y accionista formal, esto es, aquél a quien la legislación de su sede social considera accionista; bien entre accionista formal y cliente depositario de los títulos, que puede ser con frecuencia también un intermediario; bien finalmente entre inversor final y la entidad en que aparece registrado como accionista.

Los llamados Códigos de Buen Gobierno —unos textos que hasta fechas recientes han dado muestras sobradas de la desconfianza en el papel desempeñado por la Junta General, cuya posición institucional ha quedado tradicionalmente oscurecida en un mar de recomendaciones orientadas preferentemente a la tutela del mercado y al control externo de las sociedades cotizadas— han terminado por afrontar el viejo problema del absentismo accionarial, o por decirlo mejor, la dilución de la tradicional relación jurídico-societaria en el ámbito de las sociedades cotizadas. Como más adelante veremos, su objetivo es que los propietarios de la sociedad ejerzan como tales en la doble dirección de sensibilizar al accionista individual —y de forma destacada al pequeño accionista-inversor no sofisticado— y de potenciar el papel de los inversores institucionales.

Aunque a las reglas de buen gobierno haremos referencia en el último epígrafe de este apartado, conviene ya señalar que el Código Conthe, en una dirección análoga a la seguida en otros países, tipifica diversas recomendaciones destinadas a reforzar la transparencia de los mecanismos de delegación de voto de los accionistas y potenciar el funcionamiento de la Junta. A tal fin se uniformizan las tarjetas

de asistencia, se universaliza la creación de un Registro de accionistas, se posibilita con vistas a la concepción del orden del día la inclusión automática de propuestas de los accionistas así como el reparto de votos del accionista entre los distintos candidatos al Consejo de administración en lugar de votar en bloque con todas las acciones a favor o en contra de los mismos y, como aportación destacada, se introducen las Asociaciones de accionistas. La coordinación entre los pequeños accionistas en defensa del interés social —una fórmula dotada de una ya larga experiencia en derecho comparado— constituye en estos momentos una propuesta político-jurídica de primer orden, cuya instrumentación dista empero de ser satisfactoria. Antes de proceder a su reconocimiento generalizado sería conveniente determinar la estructura del capital de las sociedades cotizadas y la particularidad de los mercados españoles con fuerte presencia de inversores institucionales, núcleos duros y una más que peculiar composición de las carteras industriales. Cabría en consecuencia preguntarse si no hubiera sido preferible la orientación anglosajona de responsabilizar al Consejo de administración el diálogo con los accionistas por el juego de la participación de estos últimos en la Junta General merced a la existencia de mecanismos claros de representación y voto o, en su caso, el modelo alemán del Foro electrónico de accionistas. Es claro por otro lado que la tendencia favorable del Código Conthe a las asociaciones de accionistas nada dice todavía sobre su reconocimiento legal. La implantación de esta fórmula exigiría en todo caso hacer pública la participación accionarial en la sociedad cotizada así como facilitar el acceso a la información garantizando el principio de paridad de trato, divulgar esta última sin vulnerar el interés social y crear un estatuto regulador de la elección de representante en la asociación, la sede social, los mecanismos de representatividad en función del número de socios o del porcentaje del capital. Deberían finalmente establecerse los costes del sistema, registros administrativos, competencias y régimen sancionador, catálogo de facultades, legitimación procesal respecto de las decisiones adoptadas por la sociedad y

mecanismos de control y responsabilidad con garantía de solvencia suficiente.

\* El *control de los directivos* —uno de los “problemas permanentes” de la vigente disciplina societaria que forma parte del corazón mismo de gobierno corporativo como núcleo institucional básico en las sociedades cotizadas— pone en juego la calidad de los instrumentos de supervisión y con ello el alcance real de la reactivación de la Junta General sin perjuicio de que los mecanismos de control de los administradores, competencia histórica de esta última, se atribuyan a partir de ahora a otros sujetos o instituciones orgánicos o extraorgánicos. La cuestión ya no es tanto la incapacidad de la Junta renovada o no para supervisar la actividad del *management* sino la necesidad de introducir mecanismos de control más eficientes que los que actualmente existen. A esta finalidad responde asimismo el amplio repertorio de incentivos en favor de una gestión profesional tales como la remuneración de los administradores mediante *stock options*, incorporación de consejeros independientes e institucionalización de la función supervisora del Consejo, que deja de administrar y asume el control de la actuación de los gestores en su condición de responsables últimos de la dirección de la sociedad poniendo en primer plano el problema de los *monitoring costs* en los términos que inmediatamente se dirá.

\* Haciéndose eco de la creciente difusión de las nuevas tecnologías y de los medios de comunicación a distancia —cuya importancia había sido ya subrayada en el Informe Winter y en la Directiva de Transparencia 2004— se canoniza la participación en Junta con el concurso de medios electrónicos. Ninguna duda parece plantear la legitimidad de los Estados miembros en cuestiones de particular significación como son las relacionadas bien con el proceso decisorio aplicable en las sociedades respecto a la introducción o utilización de cualquier forma de participación de medios electrónicos; bien con el establecimiento de requisitos o restricciones a su utilización por razones de seguridad derivadas de las propias comunicaciones electrónicas y de la verificación de la identidad

de los accionistas, siempre que sean proporcionales a los fines perseguidos. Del catálogo de vías de participación en Junta General por medios electrónicos cabe destacar, por un lado, la emisión de voto electrónico antes o después de la Junta y, por otro, la llamada teleasistencia o interacción simultánea del ausente y los reunidos en la Junta, aspectos todos ellos de los que hay que dejar constancia en la página web de la sociedad, junto con la convocatoria de la Junta. Análoga significación reviste el derecho que asiste a todo accionista a formular en esta última preguntas sobre asuntos comprendidos en la orden del día y la obligación impuesta a la sociedad no sólo de contestar las informaciones solicitadas sino de hacer constar en la página web la existencia de este derecho así como los plazos para su ejercicio. Pese a los términos abstractos en que viene formulado, estamos ante un genuino derecho de información sometido a la legislación de los Estados miembros en aspectos de notable relevancia como son facultar a la sociedad para servirse de medios electrónicos en la formulación de preguntas y en la contestación a las mismas; establecer cauces para el ejercicio del derecho; limitar la aplicación de este último por razones de confidencialidad, interés del emisor o garantía de la identidad de los accionistas así como denegar en su caso la información solicitada en consideración a su carácter superfluo, propósito obstructivo o naturaleza abusiva.

Así como el voto mediante representación y el llamado voto transfronterizo han sido tradicionalmente un semillero de problemas, no puede decirse lo mismo del voto por correo. La Directiva adopta una favorable posición sobre este último en relación tanto a su admisión antes de la Junta General como a la posibilidad de restricciones o condicionantes introducidas por los Estados miembros para garantizar la identificación de los accionistas, siempre que las mismas resulten necesarias y sean proporcionales a tal fin. Otro tanto cabe decir del resultado de las votaciones ya que en este caso la propia Directiva exige de forma inequívoca que el recuento de votos refleje la intención manifestada por los accionistas a la par que

establece medidas de transparencia, una vez celebrada la Junta General, a fin de que para cada resolución, la sociedad determine, como mínimo, el número de acciones respecto de las cuales se han emitido votos válidos, la proporción de capital representado por dichos votos, el número total de votos válidos, el número de abstenciones.

En derecho comparado ofrece un interés especial, por constituir un *leading case*, la Sentencia de la *Court of Appeal* de 21 diciembre de 1989 en el caso *Bying v London Life Assurance Ltd. and another*. En la que se formula por vez primera el principio de que una Junta General celebrada de forma electrónica es válida, con tal de que haya permitido a los socios asistentes participar plenamente en los debates y en la adopción de los acuerdos. A partir de ahí, tanto en el derecho británico como en la práctica norteamericana de la SEC, las comunicaciones electrónicas se toleran en régimen de voluntariedad toda vez que en USA la legislación de los distintos Estados preexistente a la revolución tecnológica de la sociedad de la información que presentaba ya gran flexibilidad en relación con la Junta General. En 1996 la sociedad Bell & Howel celebra por primera vez en la historia una Junta anual de accionistas en Internet, facilitándose a estos últimos, a través de una dirección asimismo en Internet, atender a las discusiones y participar en las mismas transmitidas en tiempo real y por AudioNet aunque en esta oportunidad no fuera posible el ejercicio del voto electrónico.

### C) PRINCIPIOS Y REGLAS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO

Dentro del nuevo clima de ideas en torno a la *Corporate Governance*, lo que se discute es justamente el ejercicio del poder dentro de las sociedades abiertas, el modo en que son dirigidas y controladas las sociedades que acuden a los mercados financieros en busca de capital riesgo, dotadas por lo general de un accionariado numeroso y cambiante y con una propiedad altamente dispersa en el público inversor. En las sociedades cotizadas o bursátiles

se hace visible, con particular claridad, la alta concentración de poder en un reducido grupo de consejeros ejecutivos y altos directivos más o menos vinculados a grupos influyentes del capital social, que se mantienen alejados del resto de un accionariado desprovisto casi siempre de especial capacitación profesional y dedicación pero con legítimos intereses de control en defensa de su posición como inversores según los términos expuestos en su día por EISENBERG.

Al formular en estos términos el problema de la gobernabilidad de las empresas cotizadas, estamos ya apuntando algunas cuestiones básicas que versan en lo fundamental sobre la estrategia de lo que se ha dado en llamar “organizaciones corporativas progresivas” o corporaciones de nuevo diseño, en las que los proyectos circulan de abajo a arriba y no al revés y cuyo elemento nuclear se anuda a la eficacia y responsabilidad de los órganos de administración. La eficacia se mide por los resultados: en qué medida el Consejo gestiona bien la empresa y cómo puede armonizando los planes de los gestores y los intereses de los inversores. La responsabilidad es, en buena medida, una cuestión de comunicación de la información y de transparencia; pero también, y sobre todo, del grado de independencia con que actúan los administradores y de una adecuada delimitación de los deberes fiduciarios impuestos a estos últimos poniendo directamente en juego el papel que la captación de fondos financieros desempeña como factor de competitividad de los mercados (COFFEE J. C.).

\* Si examinamos el curso del debate teórico de los últimos años, no resulta difícil separar, dentro de los problemas de fondo no resueltos, los que revisten una dimensión político-jurídica de aquellos otros que presentan un carácter prevalentemente técnico. Entre los primeros siguen ocupando un lugar central los argumentos en favor de una regulación menos imperativa en todo lo relativo a la estructura y funcionamiento del órgano de gobierno de la sociedad. Particular interés despierta asimismo la determinación de los objetivos y criterios de actuación del Consejo; aquí se hacen

relevantes no solo una eventual redefinición del interés social sino las ventajas e inconvenientes anudados al modelo gerencial tradicional frente al modelo de supervisión. Si de la vertiente político-jurídica pasamos a los problemas técnicos las discusiones giran sobre la composición cualitativa y funcionamiento del órgano de administración-vigilancia dentro de un sistema monista renovado; integración de consejeros independientes, composición y función de las comisiones internas, funciones de la dirección y funciones de control, derechos-deberes de información de los consejeros, blindajes de sociedades y directivos, deberes fiduciarios y régimen de responsabilidad (ES-TEBAN VELASCO).

Desde hace algunos años en Europa —y en fechas más recientes en España, hasta la publicación de la Ley de Transparencia— el dilema entre regulación y autorregulación se plantea justamente en relación con el gobierno de las sociedades cotizadas. Aunque la tendencia doctrinal dominante parece, en principio, pronunciarse claramente en contra de la función del legislador como “productor de normas” y a favor de las fuerzas del mercado, como factor de modernización del derecho de sociedades, haciendo suyo el brocardo “menos derecho y más mercado”, los recientes episodios de crisis financiera, que han provocado sin temor a exagerar una crisis sistémica, obligarán a replantear buena parte de sus postulados fundamentales. Ello no obsta para que, bajo la presión de los propios operadores económicos y jurídicos, sigan promoviéndose procesos, cuya legitimación descansa en una mayor flexibilidad de las normas, un más intenso estímulo a la innovación en el ámbito de la tecnología organizativa así como un mayor grado de eficiencia como consecuencia de la mejor adaptación de las empresas a los cambios en el entorno tecnológico y de los negocios. Lo que resulta hoy más discutible es que el legislador, como ingeniero social, siga sujeto a un declive imparable, limitándose a intervenciones de carácter puramente residual. La experiencia ha mostrado en toda su dimensión la crisis de los últimos meses amargamente la multiplicidad de intereses

necesitados de tutela y la conveniencia de que el carácter imperativo de determinadas normas legales permanezca inalterado, una orientación adoptada ya en su momento por la *Sarbanes-Oxley-Act* y las normas de desarrollo de esta última dictadas por la SEC.

La necesidad de asegurar el equilibrio entre autorregulación de las compañías, cuyo potencial no puede ignorarse, e intervención del legislador en el doble sentido de reformador de las normas legales y garante de que la regla *complain or explain* constituye uno de los objetivos centrales de la moderna política jurídica canalizada en estos momentos a través de una “autorregulación obligatoria”. Este conjunto de factores, unidos a la nueva dimensión en el plano funcional que asume la microeconomía y la ciencia de las finanzas así como las estrechas relaciones existentes entre *law and finance* hacen de las sociedades cotizadas el campo de aplicación de las normas de buen gobierno y uno de los ejes vertebradores del sistema en un marco de creciente complejidad del entorno empresarial, cada vez más competitivo, y con un recurso permanente a las nuevas tecnologías. Ello no obstante sigue siendo un objetivo irrenunciable la creación de formas de sociedad con estructuras organizativas más simplificadas.

Como no podía ser de otra forma, tanto estos hechos como los cambios operados en la realidad económica y social han desatado en el plano político-jurídico una viva controversia doctrinal que, pese a los años transcurridos, está lejos de remitir. No es posible exponer aquí los términos de este debate teórico ni el estado actual de la discusión doctrinal. Baste tan solo con señalar que las nuevas ideas y las concepciones metodológicas que las sustentan se agrupan en lo fundamental en torno al espacio reservado a la intervención del legislador, la necesidad de nuevas reglas y principios en materia de gobierno corporativo y la posibilidad y límites del moderno derecho de sociedades en los términos que en otros lugares de este trabajo señalamos.

Elemento fundamental de la nueva arquitectura de la *Corporate Governance* es la com-

posición del Consejo. Los distintos Códigos de conducta elaborados en los últimos años —Cadbury, Greenbury, Hampel, Vienot así como el Informe Olivencia publicado en España en mayo de 1998— introducen, con unos y otros matices, siguiendo las pautas establecidas por el ALI, una primera y radical distinción entre consejeros ejecutivos —encargados, como su nombre indica, de la gestión de la sociedad e integrados en un equipo, del que habrá de formar parte necesariamente el primer ejecutivo de la compañía— y consejeros externos, es decir, no ejecutivos, que en los modelos descritos representarían la mayoría de los miembros del Consejo.

Dentro de esta última categoría de consejeros externos ocupan un destacado lugar los llamados consejeros independientes; sin duda una de las novedades más llamativas de estos documentos. Esta terminología de consejero independiente —acuñada en el movimiento de reforma de países como el Reino Unido, USA Francia y Holanda— trata de subrayar la libertad de criterio y actuación con que esta nueva categoría de consejeros actúa al servicio de los intereses de los pequeños inversores no representados en el Consejo de administración. Al margen de que sean o no accionistas, los independientes pasarían a formar parte del Consejo de administración en razón de su alta cualificación profesional y como representantes de los intereses de los accionistas ordinarios, integrantes del denominado “capital flotante”.

La creación de esta categoría especial de consejeros independientes responde —como apuntara en España el Código Olivencia— a la finalidad primordial “de hacer valer en el Consejo los intereses flotantes...”. Ahora bien, debido al peso específico que están llamados a tener en el órgano de gobierno de la compañía, su sola presencia en este último “incrementará su representatividad, ampliará sus puntos de vista y, sobre todo, elevará la disposición y la capacidad del consejo para desarrollar con eficiencia la función de supervisión”. Con la participación mayoritaria de consejeros no implicados en la gestión se persigue en suma la modernización y reestructuración del Conse-

jo, objetivo estrechamente ligado a la atribución de específicas funciones de supervisión. Se trata asimismo de facilitar a este último, de forma preventiva, el cumplimiento de las funciones de control de los consejeros internos que tiene encomendada, en orden sobre todo al cumplimiento de sus deberes de diligencia y lealtad y a la correcta solución de los conflictos de intereses (ESTEBAN VELASCO). Una media que, en su aplicación práctica, permitirá sin duda superar la vieja figura del consejero “dormido o durmiente”, dando paso a un modelo profesionalizado de gestión.

Con independencia de los objetivos anteriormente señalados, la creación de la nueva figura del consejero independiente aparece estrechamente ligada a ciertos planteamientos financieros, brillantemente desarrollados entre nosotros por el profesor PAZ-ARES. Utilizando una expresión que ha hecho fortuna en la literatura anglosajona, este ilustre colega adopta el término “capital reputacional” para designar la apuesta realizada por el mercado a favor de los consejeros independientes, en el sentido de que el incremento del número de estos últimos en una compañía cotizada permite anticipar a los mercados el mensaje de que, a partir de ese momento, la sociedad va a estar más sujeta a supervisión, los costes de agencia van a reducirse, el coste del capital también va a disminuir y, en consecuencia, el buen nombre de la empresa saldrá robustecido en un mercado intermediado por inversores institucionales.

Frente a la idea, ciertamente extendida, de que no existen cautelas ni garantías suficientes que aseguren hoy por hoy la independencia del consejero —cuyo comportamiento se halla vinculado en último término a quien propicia su nombramiento y le remunera y cuya posición se ve debilitada asimismo por la estructura de sus incentivos y la propia configuración organizativa de la sociedad— PAZ-ARES defiende la viabilidad de esta figura en la convicción de que un consejero independiente conocido, dotado de prestigio y solvencia profesional, está llamado a desempeñar un decisivo papel en el gobierno de la sociedad. Por esta vía no sólo se produciría un cambio estructural en las pautas

de organización de las corporaciones dando lugar a una mayor dotación de los presidentes, a una disminución de la legitimación de las medidas anti-opa, sino que el mundo financiero terminará valorando favorablemente la incorporación de estos últimos al consejo y abrirá las vías para la creación de un verdadero “mercado de ejecutivos”.

Merced a este “capital reputacional” y al juego de los independientes, se produciría además un reforzamiento de la legitimidad de la economía de mercado. A partir de ahora las empresas no sólo serían valoradas como instrumentos más eficaces, sino también como estructuras organizativas más abiertas, más transparentes y relativamente más equitativas tanto en su funcionamiento interno como en sus relaciones con el entorno (PÉREZ DÍAZ). Los turiferarios del gobierno corporativo están convencidos, en suma, de que la puesta en práctica de este nuevo código deontológico empresarial está llamada a acrecentar el valor financiero de la empresa y su posición en el mercado. Se trata de un diagnóstico que cabe compartir, si bien con reservas. En efecto, la propia realidad empresarial —a estos efectos tanto española como argentina— dominada por la presencia de sociedades con capital estable y control accionarial, ofrece motivos sobrados para dudar de que, al menos en una primera fase, el mercado de los independientes vaya a alcanzar la difusión esperada. La existencia dentro del Consejo de personalidades desvinculadas del equipo de gestión y de los núcleos accionariales de control que más influyen sobre éste, dotados de experiencia, competencia y prestigio y de un alto grado de independencia de juicio, constituye sin duda un paso decisivo en la modernización del órganos de gobierno de las sociedades cotizadas y sienta las bases para representar con rigor y eficacia los intereses del capital flotante, integrado por accionistas ordinarios y dispersos, desinteresados de la gestión dada la separación de esta última de la propiedad de la empresa.

En España —país que ofrece un interés añadido debido al hondo calado que tiene el movimiento de *Corporate Governance* y al vivo

debate teórico que ha suscitado— tanto el Informe Olivencia como el Reglamento-tipo del Consejo de administración elaborado por la comisión Nacional del Mercado de Valores, tipificaron en su día con razonable claridad los rasgos caracterizadores del consejero independiente. El artículo 21 del Reglamento-tipo establece que “el Consejo de administración y la comisión de Nombramientos y Retribuciones, dentro de su ámbito de competencias, procurarán que la elección de candidatos recaiga sobre personas de reconocida solvencia, competencia y experiencia, debiendo extremar el rigor en relación a aquellas llamadas a cubrir los puestos de consejero independiente previstos en el artículo 8 de este Reglamento”.

Esta exigencia de carácter positivo se completa con una serie de prohibiciones o conductas negativas establecidas en el apartado 2 de este mismo artículo, en virtud de las cuales “el Consejo de administración no podrá proponer o designar para cubrir un puesto de consejero independiente a personas que tengan alguna relación con la gestión de la compañía o se hallen vinculadas por razones familiares, profesionales o comerciales con los consejeros ejecutivos o con otros altos directivos de la sociedad. En particular, no podrán ser propuestos o designados como consejeros independientes: las personas que desempeñen o hayan desempeñado en los dos últimos años puestos ejecutivos en la compañía; los familiares de quien sea o haya sido en los últimos dos años consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad; las personas que directa o indirectamente, a través de sociedades en las que participen de manera significativa hayan hecho o hayan recibido pagos de la compañía que pudieran comprometer que, a juicio de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, puedan mermar su independencia”.

Si no existe dificultad especial en la designación del consejero independiente, no puede decirse lo mismo respecto del ejercicio de las funciones de control y defensa del capital flotante, que le vienen asignados. La objeción más grave en el plano de los principios es que, en el ejercicio de sus funciones, la voluntad del

consejero independiente puede verse no sólo mediatizada por las expectativas puestas en el cargo sino también por la injerencia de quienes propiciaron su designación, procedieron a su nombramiento y le remuneraron (ESTEBAN VELASCO). La gravedad de esta situación se acentúa aun más por la ausencia de eficaces mecanismos de control acerca de si en la práctica su actuación es verdaderamente independiente de la dirección y capaz por tanto de corregir las deficiencias que eventualmente se pongan de manifiesto. La valoración de los mercados, el “capital reputacional”, la formalización de determinados requisitos personales y profesionales no bastan en suma para resolver por sí solos estos graves problemas de legitimación de origen y de ejercicio en la actuación de los independientes. De ahí que deba prestarse una atención especial a su estado jurídico y, en particular, a los mecanismos de reelección, retribución y separación. Por lo que al primero de estos temas se refiere, sólo decir que, en España, los redactores del Informe Olivencia han sido plenamente conscientes de que, si bien la antigüedad en el cargo incrementa la calidad del capital humano puesto al servicio de la empresa, también aumenta el riesgo de que debilite su independencia, ya que favorece un clima de familiaridad y de estrechamiento de lazos personales con quienes deben ser supervisados. No obstante lo anterior, el Informe no cree oportuno limitar la posibilidad de reelección a un solo mandato —lo que podría restar incentivos a la actuación del consejero—, sino aprovechar los beneficios de la experiencia acumulada permitiendo la rotación interna de los mismos en la adscripción a tareas específicas de control.

## 5. CONSIDERACIÓN FINAL: QUO VADIS IUS SOCIETATIS?

Con ocasión del homenaje a GOLDMAN en 1961 se publicó —con el título que abre ahora este apartado— un libro colectivo que cuestionaba derechamente el alcance y significado del derecho de sociedades diseñado para

la segunda mitad del siglo XX. A la vista de las transformaciones operadas en los dos últimos decenios tanto en el ordenamiento español como en el derecho europeo cabría preguntarse si contamos ya con un suelo firme y un diseño político-jurídico bien definido capaz de asegurar la coordinación entre las distintas figuras societarias dentro de un marco normativo general. La respuesta a tal interrogante ha de ser forzosamente negativa. En el plano legislativo el cuadro actual refleja una notable fragmentación de los materiales normativos, fruto de la superposición de estadios procedentes de distintas épocas y anudados a concepciones diversas así como la ausencia de un diseño global del aparato y de los fines de las sucesivas reformas y de los principios básicos llamados a gobernar esta tarea. Resultan en consecuencia claramente visibles las disfunciones sistemáticas y tipológicas, tanto en la esfera de las sociedades tradicionales como en la reglamentación de tipos especiales, sujetos a notables incertidumbres en cuestiones de carácter general lo que da lugar a una progresiva inadecuación a las necesidades reales de los sectores del derecho de sociedades más utilizados en la práctica.

Baste a este respecto con recordar que el debate en el marco de la reforma actual se centra de forma casi exclusiva en las sociedades cotizadas como tipo distinto de las restantes sociedades —incluida la sociedad anónima tradicional, con la que apenas parece tener algo que ver— sin referencia significativa alguna al resto de las sociedades mercantiles no cotizadas. El dispositivo legal ofrece ejemplos claros al ocuparse no sólo del mantenimiento de un régimen unitario de sociedades anónimas, con independencia de su tamaño o actividad, sino también de la efectividad de su disciplina en asuntos de particular transcendencia tales como el funcionamiento de la Junta General, la protección del capital social, la auditoría legal o el régimen aplicable al órgano administrativo. Análogas dificultades de carácter sistemático se suscitan en relación con las sociedades anónimas cerradas, sociedades de responsabilidad limitada, sociedades profesionales y las llamadas sociedades familiares. Estas últimas obligadas a

abordar, como es sabido, graves problemas de organización, financiación o sucesión sin otro bagaje que el proporcionado por el marco societario general.

No se trata solo de problemas “irritados” que polarizan el debate doctrinal —desmantelamiento de los derechos de socio, del que es buen ejemplo el proceso de acoso y derribo del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital; dudosa eficacia de la arquitectura orgánica de la sociedad anónima cotizada; cuestiones de política-jurídica relacionadas con la elaboración de una nueva tipología societaria o con la canonización del principio “más mercado y menos derecho”—, sino de un sinfín de cuestiones técnicas relacionadas con la significación tipológica del capital, la denominada “sociedad sin socios”, el abuso de la mayoría y la tiranía de la minoría, las inconsistencias legales de las acciones rescatables o de las acciones y participaciones sin voto, la reforma del derecho preferente de suscripción y los problemas derivados de la inscripción registral de las ampliaciones, por poner algunos ejemplos bien conocidos.

Ante la imposibilidad de examinar este temario, haré una escueta referencia, a título puramente ejemplificativo, a la disciplina sobre el capital social como estructura organizativa que permite llevar a cabo decisiones de inversión y de crédito socialmente correctas al constituir una fuente de información que permite a los suscriptores evaluar el riesgo que asumen en el proyecto empresarial y a los acreedores, conocer el importe de los recursos que los socios comprometen en el desarrollo de la empresa social (LLEBOT MAJÓ). Pocas cuestiones han sido objeto de una discusión tan áspera como la relativa a la función del capital —y de los principios ordenadores sobre realidad e integridad del mismo, piedra angular de los ordenamientos continentales europeos y de la Segunda Directiva— y la especial significación del mismo como técnica de protección de los acreedores. En el núcleo del debate se sitúa básicamente la falta de idoneidad del capital para el cumplimiento de garantía patrimonial al tratarse de una disciplina —no solo en la

Segunda Directiva— compleja y costosa que, amén de dificultar la constitución de la sociedad y los aumentos de capital, obstaculiza el reparto de dividendos y se revela claramente insuficiente como mecanismo de tutela de los terceros acreedores.

Examinada a la luz del derecho anglosajón la doctrina no ha dudado en destacar las carencias del requisito del capital en el modelo de las *private companies*, su significado como tecnología regulatoria primitiva con más costes que beneficios para los acreedores debido al carácter universal de su aplicación así como la inadecuación del principio de capital mínimo como límite a la política de dividendos. A ello hay que añadir, en opinión de ALONSO LEDESMA, que el capital social tampoco garantiza una satisfactoria información sobre la solvencia de la sociedad lo que le impide absolver una eficaz prevención de las crisis empresariales. Bien es verdad que ello no obsta para que el concepto jurídico del capital siga siendo relevante en mercados que, como esta autora señala, “discriminan a favor de las reglas tradicionales del capital social” teniendo en cuenta además las dificultades de una alternativa universal a este último —ni la sociedad ni los acreedores son iguales— y la imposibilidad de eliminar en su totalidad por otras vías el riesgo de insolvencia.

El tema no es nuevo. A raíz de las reflexiones críticas de LUCA ENRIQUES y Jonathan R. MARCEY publicadas en la *Cornell Law Review*, la ZHR se planteaba, hace ahora casi dos lustros, la vieja y debatida cuestión de la tutela del capital social con el expresivo título de “quien tutela la función protectora del capital social” (*Werschutz den Kapitalschutz*). El editorialista llamaba la atención sobre la gravedad de que el capital, uno de los rasgos caracterizadores de la constitución financiera de las sociedades de ese mismo nombre y una “prestación cultural de primera magnitud del ordenamiento societario”, según la certera formulación de WIEDEMANN, se encontrara justamente en el banquillo de los acusados. Cualquier estrategia de defensa del capital social obligaba por tanto no solo a identificar a los detractores o

a analizar sus argumentos sino a tratar sobre todo de determinar con razonable seguridad las fortalezas y debilidades de dicho concepto en la regulación tanto de las legislaciones nacionales como del derecho europeo. Una tarea que obliga a reabrir en la literatura y jurisprudencia de la practica totalidad de los países y debate iniciado hace ahora más de un cuarto de siglo por la *Revised Model Corporation Act* que preconizó la pérdida de vigencia y significado del capital social y su tradicional función en relación con las personas jurídicas que operan en el tráfico mercantil. Es a partir de la MBCA 1969 —sujeta a sucesivas modificaciones— cuando en 1987 se elimina las exigencias del capital, del valor nominal y de su función de retención patrimonial (*Debt-Convenants*) como fórmula dotada de mayor garantía para los acreedores con capacidad de negociación.

Desde entonces las limitaciones e insuficiencias de este elemento en la esfera tipológica y conceptual de las sociedades de capital se han ido haciendo cada vez más evidentes. En primer término en el derecho anglosajón pero también en los propios ordenamientos europeos, en los que el requisito del capital mínimo poco o nada dice sobre la solidez financiera de la empresa social y sobre su eficacia y seriedad a la hora de combatir en casos extremos situaciones de crisis o de adecuarse al volumen de la actividad comercial efectivamente desarrollada. La práctica concursal muestra de forma elocuente en qué medida se trata de una exigencia inadecuada para satisfacer los intereses de los acreedores ordinarios en caso de insolvencia de las sociedades sujetas al beneficio de la responsabilidad limitada.

Haciéndose eco de esta tendencia, la doctrina europea ha hecho del *legal capital* como instrumento de protección de los acreedores así como de las propuestas de implantación de sistemas alternativos destinados a favorecer la financiación y desenvolvimiento de las empresas, uno de los focos de atención prevalente en el moderno debate societario. En estos momentos existe en efecto una amplia discusión sobre la función de garantía del capital, la rigidez e imperatividad de su sistema regulador

—y la necesidad de flexibilizarlo con fines de ahorro de costes y de tiempo—, la discutible prohibición tanto de las aportaciones de trabajo en el ámbito de las nuevas tecnologías y de la sociedad de la información como de las emisiones bajo la par. Lo que se discute en definitiva es la oportunidad de abolir directamente el *legal capital* para introducir en su lugar especiales mecanismos de tutela de los acreedores por la vía de nuevos deberes de transparencia informativa, mecanismos de autoprotección o una suerte de *actio pauliana* típica del derecho concursal. Entre nosotros ALONSO LEDESMA, ESPÍN GUTIÉRREZ —y desde una perspectiva distinta aunque complementaria LLEBOT MAJÓ— han examinado este cambio de tendencia así como la opción de la Segunda Directiva reformada en 2006 en favor de una concepción ortodoxa del capital social sin perjuicio de una cierta desregulación, del perfeccionamiento de los mecanismos de garantía y de la introducción de nuevos elementos regulatorios en la disciplina contable, de auditoría y concursal.

En el Editorial del número 20 de la Revista *Derecho de Sociedades* tuvimos ocasión de pasar revista a esta situación poniendo de manifiesto algunos de sus aspectos más notorios. A la naturaleza marcadamente sectorial de las reformas legislativas y a la incapacidad de acometer con seriedad el problema tipológico —elementos ambos que constituyen en la actualidad como en el pasado la clave explicativa de la progresiva inadecuación de las figuras societarias más utilizadas a las necesidades de la práctica— se hace preciso añadir, debido justamente a su falta de adecuación tipológica, las dificultades para precisar correctamente el ámbito de la autonomía estatutaria, la insatisfactoria respuesta al fenómeno de los grupos de sociedades o a las necesidades de protección de los inversores, el recurso a las nuevas tecnologías, la política de información a los socios así como el ancho campo de las operaciones de reestructuración empresarial.

Este complejo temario bascula en lo fundamental sobre tres ejes: el primero hace referencia a la disciplina sobre gobierno corporativo,

que vuelve a ser el hilo conductor de las distintas iniciativas promovidas dentro del debate sobre regulación/autorregulación o, como ya hemos expuesto en las páginas anteriores, entre institucionalismo y contractualismo. Se trata básicamente de determinar qué materias necesitan seguir contando con soporte normativo, abriendo por esta vía el camino a la intervención del legislador y en qué otras áreas de actividad resulta justificado confiar al mercado la tarea de impulsar comportamientos éticos y reformas estructurales a través de normas preferentemente dispositivas plasmadas en Códigos de Buen Gobierno y sujetas a la regla de *complain or explain*. En este marco se inscriben, entre otros, los esfuerzos realizados para reactivar la Junta General a través de mecanismos autorregulatorios destinados, por la vía también del Reglamento de la Junta, a mejorar los instrumentos de tutela de los socios y a facilitar con ello el control de la gestión así como importantes iniciativas relacionadas con la actividad de administración social en el sentido amplio, sector en el que las propuestas de autogobierno corporativo, en su doble dimensión estructural y funcional, se halla empero directamente vinculado al funcionamiento del Consejo de administración de las sociedades cotizadas,

El segundo eje vertebrador aglutina viejos y conocidos problemas sobre la configuración tipológica del derecho de sociedades, el “genio” del derecho de sociedades europeo con su inevitable concurrencia entre los distintos tipos societarios. La aparición de formas de sociedades con estructuras organizativas cada vez más simplificadas, la formación de conglomerados con un tamaño y complejidad hace poco desconocidos, la creación de formas de empresa de carácter comunitario, la controvertida relación entre las distintas modalidades de sociedades de capital, el declive del legislador como ingeniero social y el relevante papel de los operadores económicos en el ámbito de la tecnología organizativa hacen imprescindible una redefinición de los tipos societarios que garantice la coherencia sistemática de los procesos de reforma legislativa sujetos a un intenso

proceso de simplificación y flexibilización. La existencia de un entorno empresarial cada vez más competitivo y la relevante posición asumida por las sociedades cotizadas a caballo entre el derecho contable, el derecho de sociedades y la legislación del mercado de valores plantean derechamente la legitimidad y sobre todo la oportunidad de acometer una reforma global de la legislación societaria que, mediante el expediente técnico de la codificación, garantice la imprescindible coherencia sistemática. No se trata tan solo de la ausencia en estos momentos de un modelo que reordene las formas societarias mercantiles y el espacio reservado a la autonomía negocial en este sector, dentro de una concepción interdisciplinal; se trata fundamentalmente de llenar lagunas en relación con el régimen de las sociedades cotizadas y de los grupos, de afrontar las relaciones entre tipo legal y tipo de empresa o de asegurar en el ámbito de las sociedades no cotizadas un régimen menos intervencionista del que hoy existe, que permita un mayor margen de libertad a los interesados para establecer la estructura societaria que estimen más oportuna para su proyecto asociativo y empresarial.

El tercer eje pone en juego la cuestión nuclear de la posibilidad y límites del moderno derecho europeo de sociedades a caballo, por un lado, de la desregulación y la nueva política de armonización y, por otro, de la creación de formas de empresa de carácter comunitario. Como ya he puesto de manifiesto más arriba, la política de armonización comunitaria de los años setenta y ochenta, anclada en el llamado modelo de “armonización centralizada”, cuyo fracaso ha comportado una fuerte retroacción de este proceso normativo y una creciente resistencia de los Estados miembros a trasponer al ordenamiento interno elementos extraños a su tradición jurídica, ha obligado desde mediados de los años ochenta a adoptar nuevas estrategias de desregulación y simplificación legislativas, acordes con los principios de subsidiariedad y proporcionalidad formulados en los Tratados de Maastricht y Ámsterdam, que han sentado las bases para una nueva cultura normativa centrada en la “armonización com-

petitiva” y en una más intensa concurrencia entre los ordenamientos nacionales. Tanto la Comisión como el Tribunal de Justicia vienen contribuyendo de forma decisiva a la creación de nuevas estructuras organizativas de carácter comunitario-nacional y al enriquecimiento del dispositivo técnico y conceptual que integra el moderno derecho de sociedades. Se trata de un cuadro que refleja con fidelidad el programa de trabajo de los estudiosos del derecho de sociedades para los próximos años.

Decía KARSTEN SCHMIDT —al comentar hace ahora casi un lustro las reformas del derecho alemán de sociedades— que la metodología jurídica dedicada hasta ahora a la interpretación de las leyes y al juego de la analogía sobre la base del derecho legislado debería replantearse con rigor y en profundidad. Más aún: debería reescribirse en su totalidad. Pues bien, pese a la radicalidad con que viene formulada, entiendo obligado compartir tal preocupación. La orientación del moderno derecho de sociedades hacia el mercado de capitales y los nuevos principios y normas que gobiernan el régimen de las cotizadas están reclamando desde hace tiempo una nueva óptica y un nuevo instrumentario en el tratamiento de las viejas cuestiones, tradicionalmente irritadas, referidas a la posición del accionista inversor, la naturaleza del interés social, las relaciones entre legislación, gestión empresarial y mercado, el proceso general de revitalización de la Junta General y las relaciones de esta última con el órgano de administración o los problemas ligados al mercado de control societario. Lo que falta es sobre todo un nuevo modelo cultural para interpretar la realidad de las sociedades cotizadas y, en particular, el significado institucional de la Junta General y del Consejo de administración, instrumento este último destinado a solucionar, como ya apuntara en su día ESTEBAN VELASCO, los conflictos entre los diversos grupos de accionistas y entre estos últimos y los ejecutivos a la luz de la teoría de la agencia. Una vez más cobra significación la vieja admonición de EISENBERG de que el objetivo no es acercar el modelo real de sociedad al modelo legal sino

de modificar este último para atribuir a los órganos sociales la función que estos últimos puedan realizar de una manera efectiva en la práctica. A este propósito no me parece del todo ocioso recordar que, al reflexionar sobre la idoneidad de las estructuras de gobierno y de los mecanismos de control del *management* en sociedades de capital disperso tanto la SEC como la *American Bar Association* o el *American Law Institute* han terminado optando por un modelo mixto destinado a armonizar el catálogo de principios dirigidos al legislador y a los tribunales con *Restatements in Law*, cuyos destinatarios son en todo caso las propias sociedades, un proceso de reformas legislativas que permanece abierto y constituye una tarea pendiente.

A la doctrina y al caudal de la experiencia judicial corresponde la delicada tarea de elaborar un nuevo diseño del derecho de sociedades. Así ha sido en el pasado y así lo será también en el futuro. En palabras de PAZ-ARES “bien puede decirse que al ordenamiento de nuestro derecho de sociedades, tanto o más como el Código de Comercio o la Ley de Sociedades Anónimas, pertenecen el manual de GIRÓN o el Comentario de Garrigues-Uria”. Urge no obstante verificar la legitimidad y sobre todo la oportunidad de acometer una reforma global de la legislación societaria que, mediante el expediente técnico de la codificación, garantice la coherencia sistemática —y con ello la combinación entre lo común y lo específico— y permita al mismo tiempo una redefinición de los tipos societarios haciendo posible el establecimiento de un régimen supletorio aplicable a las figuras atípicas. Con independencia de que tal orientación político-jurídica venga finalmente adoptada, uno de los objetivos destacados de tal proceso de reforma legislativa siguen siendo en la actualidad la simplificación y flexibilización del dispositivo normativo vigente, abriendo nuevos espacios a la autonomía estatutaria; sólo en aquellos sectores en que los intereses necesitados de tutela así lo precisen, el carácter imperativo de determinadas normas legales permanecería inalterado.

## NOTA BIBLIOGRÁFICA

A continuación se mencionan algunas publicaciones citadas en el presente trabajo así como otras aportaciones de interés para quienes deseen profundizar en los problemas que las presentes reflexiones suscitan.

-I-

- Alonso Ledesma, C., *La reforma de las sociedades cotizadas*, Revista de derecho de sociedades 12, 1999, pp. 13 y ss.  
 Esteban Velasco, G., *El Poder de Decisión en las Sociedades Anónimas*, Fundación Universidad Empresa, Madrid, 1982;  
*El gobierno de las Sociedades Cotizadas* (Coord. Esteban Velasco), Marcial Pons, Madrid, 1999.  
 Girón Tena, J., *Derecho de Sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 1976.  
 Guerra Martín, G., *El gobierno de las Sociedades Cotizadas estadounidenses*, su influencia en el movimiento de Reforma del Derecho Europeo, Editorial Thomson-Aranzadi, 2003.  
 Paz-Ares, C., *¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?*, en *Tratando de la Sociedad Limitada*, Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 1997.  
 Recalde Castells, *La Reforma de las Sociedades Cotizadas*. Revista de derecho de sociedades 13, 1999-2, p. 172.  
 Sánchez Andrés, A., *Sociedad Anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, McGraw-Hill, Madrid, 1999.  
 Sánchez Calero, F., *El gobierno de las Sociedades Cotizadas y su control*, Madrid, 1996.

-II-

- Bebchuk, L., *Federalism and The Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105, Harvard Law Review, 1992, pp. 435 y ss. The State Competition Debate in Corporate Law, Corporate Law and Economic Analysis, Cambridge University Press, Cambridge, 1990, pp. 151 y ss.  
 Berle, A.; Means, G., *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World Inc., New York, 1931.  
 Branders, L., *Other's People Money and How the Bankers Use It*. Reimpresión de Arden Library, 1981.  
 Cary, W.; Eisenberg, M., *Corporations. Cases and Materials*, The Foundation Press Inc., Westbury, N.Y., 1988.  
 Coffee, J., *The Future of Corporate Federalism: State Competition and the New Trend Toward De Facto Minimum Standards*. Cardozo Law Review, 1987, pp. 759 y ss.  
 Eisenberg, M., *The Structure of Corporation Law*, 89, Columbia Law Review, 1989, pp. 1461 y ss.  
 Fischel, D., *The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law*, 76, N W U. Law Review, 1982, p. 913.  
 Klein, W.; Coffee, J., *Business Organization and Finance*, Foundation Press, Westbury, New York, 1996.  
 Llebot, O., *La Geometría del Capital Social*, Revista de Derecho Mercantil, 1999, pp. 37 y ss.  
 Roe, M., *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, 1994.  
 Romano, R., *Empowering Investor: A Market Approach to Securities Regulation*, Yale Law Journal, 1998, pp. 2359 y ss.  
 Winter, R., *The "Race for the Top" Revisited: A Comment on Eisenberg*, 89, Columbia Law Review, 1989, pp. 1526 y ss.  
 Wymeersch, E., *Das Bezugsrecht der alten Aktionäre in der europäischen Gemeinschaft: eine rechtsvergleichende Untersuchung*, 8, Die Aktiengesellschaft, 1998, pp. 382 y ss.

Fecha de recepción: 22 de marzo de 2010

Fecha de aceptación: 29 de marzo de 2010