

**TEMA DE
DEBATE:
ACTIVIDAD
EMPRESARIAL
Y FORMA
JURÍDICA:
ALGUNAS
CUESTIONES
ECONÓMICAS
BÁSICAS**

El gobierno corporativo de las sociedades mercantiles y la protección de los accionistas minoritarios

José M^a López Jiménez

Resumen: En este artículo se muestra la importancia de las disposiciones de gobierno corporativo en la gestión, especialmente, de las grandes sociedades de capital, y se identifican algunas medidas promovidas normativamente para fomentar la participación activa de los pequeños inversores, entre otros accionistas, en la vida de estas sociedades.

Palabras clave: Gobierno corporativo; accionistas; accionistas minoritarios; responsabilidad social corporativa; “enfoque ASG”; Directiva (UE) 2017/828.

Códigos JEL: G30; M14.

1. El gobierno corporativo de las sociedades mercantiles

La adecuada gobernanza de las corporaciones mercantiles, sobre todo de las de mayor tamaño, se ha convertido en un elemento prioritario desde el punto de vista regulatorio, con el fin de asegurar la transparencia y el buen funcionamiento de aquellas, en beneficio, especialmente, de los accionistas y de los potenciales inversores, pero también de otros grupos de interés y del desarrollo económico en general.

En las entidades de menor tamaño, sean de capital o no, ya se trate de pequeñas o medianas empresas, incluso de empresas familiares, no se suele encontrar una separación acusada entre la propiedad y la gestión. Es decir, los propietarios de estas entidades bien son sus gestores al mismo tiempo, bien se encuentran relativamente cerca de los administradores para disponer de la suficiente información para la toma de decisiones en el órgano societario adecuado y para la supervisión de la acción gestora. En consecuencia, la ausencia de una asimetría informativa entre los dueños y los administradores, entre el principal y sus agentes, permite una relajación de los estándares de gobierno.

En los casos apuntados en el párrafo anterior, las reglas básicas de funcionamiento establecidas por los fundadores —estatutos—, adaptadas, en su caso, a lo largo de la vida de la entidad, y el normal funcionamiento de los órganos de gestión, deben ser suficientes para dar satisfacción a todos los interesados (López Jiménez, 2016a, pág. 42). En estructuras asociativas como las mencionadas, la aplicación de las reglas de gobierno corporativo podría ser tan irracional como la actividad productivista y burocrática desplegada por Robinson Crusoe en la soledad de su isla (Rendueles, 2015, pág. 39, cit. en López Jiménez, 2016a, pág. 42).

En las grandes sociedades de capital en las que las acciones están muy repartidas entre una enorme

cantidad de pequeños inversores y la propiedad, por tanto, muy diluida, ostentar la condición de socio-propietario suele ser casi irrelevante desde el punto de vista de la gestión, pues el verdadero poder reside en quienes pilotan la sociedad. En los modelos de gobierno corporativo, por tanto, un rol fundamental es desempeñado por los administradores y los directivos, que, dada la magnitud de estas empresas, o no serán propietarios o lo serán en una proporción ínfima en relación con las acciones en circulación representativas del capital (López Jiménez, 2016a, pág. 43).

No es de extrañar, por tanto, que el gobierno corporativo se identifique, en esencia, con las reglas determinantes de las relaciones entre los propietarios de las corporaciones y sus administradores (según otros, además, con otros grupos de interés).

Una singularidad de las reglas de gobierno corporativo es que se basan en buena medida, además de en la ley (“hard law”), como es obvio, en la recomendación (“soft law”), pues se presume que el mercado y los consumidores premiarán a las entidades mejor gestionadas y más transparentes que se alineen voluntariamente con estos principios y recomendaciones (López Jiménez, 2016b).

Para el conocimiento público de lo actuado en cada compañía adquiere un papel relevante el deber de difusión de información, de forma comparable entre entidades similares de ser posible, a través, por ejemplo, de los informes anuales de gobierno corporativo (artículo 540 de la Ley de Sociedades de Capital) o de remuneraciones de los consejeros (artículo 541 de la Ley de Sociedades de Capital)¹.

¹ Según Paz-Ares (2018), el sistema de producción centralizada de información (a través de mecanismos de transparencia), en contraposición al sistema de producción descentralizada (a instancia del interesado), es el propio de las sociedades cotizadas, “en las que resulta necesario estandarizar la información en documentos comparables y

Desde la perspectiva de la información no financiera es igualmente creciente el interés de los inversores y de la ciudadanía en general por la sensibilidad de las compañías hacia las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza o gobierno corporativo (“enfoque ASG”). Recientes desarrollos normativos, como la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, sobre información no financiera y diversidad, refuerzan los deberes de información de las entidades de mayor tamaño, atendido a criterios de volumen de negocio y número de empleados, sobre estos aspectos (“estado de información no financiera” del informe de gestión de las cuentas anuales). La Directiva (UE) 2017/828, a las que nos referiremos más adelante, también se posiciona en favor de la toma en consideración del desempeño no financiero de las compañías por parte de sus inversores y otros interesados.

Es tal la relevancia del gobierno corporativo, que, centrándonos, por ejemplo en las entidades bancarias, se ha llegado a atribuir al “mal gobierno” la inadecuada gestión de los riesgos que condujo al hundimiento de determinadas entidades, con repercusiones sistémicas².

El “Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas” (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2015, pág. 7) lo expresa con claridad respecto a las entidades de esta índole, pero estableciendo pautas que se pueden tomar como referencia para su general observancia: “En los últimos años hemos asistido a una proliferación de iniciativas relacionadas con las buenas prácticas en materia de gobierno corporativo, cuya intensidad se ha multiplicado a partir del inicio de la crisis financiera internacional, por el convencimiento generalizado de la importancia que tiene que las sociedades cotizadas sean gestionadas de manera adecuada y transparente como factor esencial para la generación de valor en las empresas, la mejora de la eficiencia económica y el refuerzo de la confianza de los inversores”.

difundirlos *urbi et orbe* para que puedan acceder a ellos no solo los accionistas, también y sobre todo los distintos agentes del mercado (analistas de inversión, *proxy advisors*, bancos, prensa económica, etc.)”, siendo esta la justificación de la obligatoriedad de la emisión de informes anuales como los comentados sobre gobierno corporativo o remuneraciones.

² “La debilidad del gobierno corporativo de una serie de entidades ha contribuido a una asunción excesiva e imprudente de riesgos en el sector bancario, que ha llevado al hundimiento de diversas entidades y a problemas sistémicos en los Estados miembros y a nivel mundial” (Considerando 53 de la Directiva 2013/36/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión).

Aunque anteriormente hemos señalado que los primeros interesados en el buen gobierno de las grandes corporaciones son los accionistas y otros inversores, como la Comisión Nacional del Mercado de Valores reitera en su Código, la salvaguarda de este principio es beneficiosa para la generalidad de los ciudadanos y para el desarrollo económico, por la repercusión de las “personas jurídicas corporativas” en las sociedades modernas.

En palabras de Alfaro (2018), con la “persona jurídica corporativa” nos encontramos ante la “innovación no tecnológica más importante de la Historia”, que permitió —y sigue permitiendo— la acumulación de capital para emprender negocios de gran envergadura que requieran enormes inversiones en capital fijo; la supervivencia a los fundadores y la inversión a largo plazo; la inversión por parte de los rentistas en actividades comerciales e industriales desentendiéndose del día a día del negocio; la especialización de los accionistas en “propietarios” y de los administradores en “gestores”; y la acumulación de conocimiento e innovaciones incrementales dentro de cada organización.

2. Los accionistas minoritarios

En las sociedades de capital cerradas y de tamaño reducido no hay, por definición, “socios minoritarios”, lo que permite que los accionistas, sea su número inferior o mayor, puedan ejercer de forma equilibrada sus derechos y cumplir sus deberes, en igualdad de condición y activamente, si así lo deciden.

En cambio, en las grandes sociedades, particularmente en las cotizadas, la distancia que separa a los inversores institucionales de los pequeños inversores es abismal, a pesar del reconocimiento formal de la igualdad de sus respectivas posiciones.

Es posible que los pequeños ahorradores ni siquiera puedan asistir a la junta general de accionistas por no alcanzar el umbral mínimo establecido en los estatutos sociales³, aunque su interés residirá, más bien, en que su inversión conserve o aumente su valor y en la percepción periódica de dividendos. Por todo ello, se ha llegado a afirmar que la pasividad de los

³ Según el artículo 179, apartados 1 y 2, de la Ley de Sociedades de Capital, en la sociedad de responsabilidad limitada todos los socios tienen derecho a asistir a la junta general, pero, sin embargo, en las sociedades anónimas, los estatutos podrán exigir, respecto de todas las acciones, cualquiera que sea su clase o serie, la posesión de un número mínimo para asistir a la junta general sin que, en ningún caso, el número exigido pueda ser superior al uno por mil del capital social.

minoritarios es “estructural y racional” (Paz-Ares, 2018).

Por ello, tratando de dar a cada uno lo suyo, “el derecho societario tiene que ser equilibrado; debe proteger a los accionistas minoritarios pero a la vez preservar que en las compañías sus dueños sean quienes decidan con arreglo al principio mayoritario” (Albella, 2018, pág. 5).

En fecha reciente se ha sentido la necesidad de tratar de incentivar la participación de estos inversores menos activos, razón por la que merece ser destacada la Directiva (UE) 2017/828, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, que deberá ser adaptada por los diversos Estados miembros el 10 de junio de 2019 a más tardar (artículo 2).

Según el considerando 14 de la Directiva, “la implicación efectiva y sostenible de los accionistas es una de las piedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, que depende del sistema de control y equilibrio entre los distintos órganos y las distintas personas interesadas. Una mayor implicación de los accionistas en el gobierno corporativo constituye uno de los instrumentos que pueden contribuir a mejorar el rendimiento financiero y no financiero de esas sociedades [...]. Además, una mayor implicación por parte de todos los interesados, en particular los trabajadores, en el gobierno corporativo constituye un factor importante a la hora de garantizar un enfoque más a largo plazo por parte de las sociedades cotizadas, que debe ser fomentado y tenido en cuenta”.

La situación de los inversores institucionales y de los gestores de activos, que son, con frecuencia, importantes accionistas de las sociedades cotizadas, es diferente, pues lo que la experiencia muestra es su desinterés, en general, por el quehacer diario de los administradores, directivos y empleados, y por el funcionamiento ordinario de la sociedad.

La experiencia revela que estos grandes inversores institucionales, en el contexto de los mercados de capitales que forman su hábitat natural, “ejercen presión sobre las sociedades para que obtengan resultados a corto plazo, lo que puede poner en riesgo el rendimiento financiero y no financiero de las sociedades y conducir, entre otras consecuencias negativas, a un nivel de inversión que diste de ser óptimo, por ejemplo en investigación y desarrollo, en detrimento del rendimiento a largo plazo tanto de las

sociedades como de los inversores” [considerando 15 de la Directiva (UE) 2017/828].

Aragón Reyes (2015) señala que en el panorama internacional, especialmente en los países anglosajones, se ha manifestado un movimiento que pretende fomentar la implicación de los accionistas de las grandes compañías mercantiles, acumulando a los clásicos derechos de recibir información, asistir y votar en la junta general, la participación en la vida cotidiana de la sociedad. Este “engagement” (compromiso) o “involvement” (involucración), expresa “una relación proactiva y por ello bidireccional de los accionistas con el órgano de dirección de la sociedad con la finalidad de dotar de mayor protagonismo a aquéllos en el gobierno corporativo y en la responsabilidad social de la empresa”.

La Directiva (UE) 2017/828, precisamente, trata de reforzar esta tendencia a través de la adopción de ciertas medidas, como la publicación por los inversores institucionales y por los gestores de activos de información sobre la aplicación de su política de implicación y, en particular, el modo en que han ejercido su derecho de voto en la junta general de accionistas; la incentivación del mantenimiento de la gestión a medio y largo plazo; la exigencia de una provisión más intensa de información por parte de los gestores de activos a los accionistas directos, y la toma en consideración por los primeros de criterios no financieros (ambientales, sociales y de gobernanza — ASG—) en relación con las empresas en las que invierten por cuenta de los segundos; la mayor transparencia de los asesores de voto (“proxy advisors”), que aconsejan a los inversores el sentido del voto en la junta general de accionistas conforme a criterios, habitualmente, más exigentes que los establecidos legalmente o en los códigos de buen gobierno más rigurosos; o la mayor intensidad del control ejercido por los accionistas en la votación en la junta general respecto a las retribuciones de los consejeros.

Referencias bibliográficas

Albella, S. (2018): “Algunas consideraciones sobre el gobierno corporativo en los grupos de sociedades”, intervención del presidente de la CNMV en la Jornada sobre Gobierno Corporativo y grupos de sociedades organizada por la Universidad Complutense y Endesa celebrada el día 19 de octubre de 2018.

Alfaro Águila-Real, J. (2018): “Seis razones por las que la corporación puede considerarse la mayor

innovación no tecnológica que vieron los siglos”,
blog Almacén de Derecho, 12 de marzo.

Aragón Reyes, M. (2015): “Una apuesta por la involucración de los accionistas”, Cinco Días, 6 de octubre.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015): “Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas”, febrero.

López Jiménez, J.M^a (2016a): “Consideraciones generales sobre el gobierno corporativo de las entidades bancarias”, en “El Gobierno Corporativo de las Entidades Bancarias”, López Jiménez, J.M^a (Dir.), Thomson Reuters Aranzadi, Navarra.

López Jiménez, J.M^a (2016b): “La banca y su gobierno corporativo”, Actualidad Jurídica Aranzadi, nº 918.

Paz-Ares, C. (2018): «“Perseverare diabolicum” (A propósito de la STS 26-II-2018)», Diario La Ley, nº 9178, Sección Tribuna, 16 de abril.

Rendueles, C. (2015): “Capitalismo canalla. Una historia personal del capitalismo a través de la literatura”, Editorial Planeta, S.A., Barcelona.