UNIVERSIDAD DE DEUSTO
FACULTAD DE DERECHO

GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN LOS ESTADOS UNIDOS: ANÁLISIS CRÍTICO Y RETOS PENDIENTES

GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN LOS ESTADOS UNIDOS: ANÁLISIS CRÍTICO Y RETOS PENDIENTES

Director de la Tesis Doctoral.

D. Enrique Gadea Soler

Doctorando.

D. Iñigo Zavala Ortiz de la Torre

Bilbao a 17 de julio de 2015.

ABREVIATURAS UTILIZADAS

ABA	American Bar Association
AGM	Annual General Meeting
AIM	Alternative Investment Market
ALI	American Law Institute
BASIC	Banking and Securities Industry Committee
CA	Company Act (Británica)
CalPERS	California Public Employee´ Retirement System
CEO	Chief executive officer
CFO	Chief financial officer
CG	Corporate Governace
CGG	Corporate Governance Guidelines
CII	Council of Institutional Investors
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COO	Chief Operating Officer
DGCL	Delaware General Corporation Law
DOL	Department of Labor
DRS	Direct Registration System
DTC	Depository Trust Company
DTCC	Depository Trust Clearing Company
DTI	Department of Trade and Industry
EAED	Escuela del análisis económico del derecho
ECGI	European Corporate Governance Institute
EE.UU	Estado Unidos
EPS	Earnings per share
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
GAAP	Generally accepted accounting practices
GAO	Government Accounting Office
GC	Gobierno Corporativo
H.R.	House of Representatives
IAA	Investment Adviser Act

ICA	Investment Company Act
II.FF	Intermediarios financieros
II.II.	Inversores Institucionales
IPO	Initial Public Offering
LLC	Limited Liability Company
LSC	Ley de Sociedades de Capital
LSE	London Stock Exchange
MBCA	Model Business Corporation Act.
NACD	National Association of Corporate Directors
NRSRO	National Recognized Statistical Rating Agencies
NSCC	National Securities Clearing Company
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
PCAOB	Public Company Oversight Board
RA	Rating Agency
ROE	Return on Equity
SA	Securities Act
SEA	Securitie and Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
SHP	Shareholder Primacy
SHWM	Shareholder Wealth Maximization
SOX	Sarbanes and Oxley Act
SRO	Self Regulatory Organization
S&P	Standard & Poor´s
TIAA-CREF	Teachers Insurance and Annuity Association- College
UCC	Uniform Commercial Code
UK	United Kingdom
US	United States of America
USC	United States Code
VIF	Voting instruction form
WB	World Bank
WEF	World Economic Forum

INTRODUCCIÓN

1. ELECCIÓN DEL TEMA

Entendemos que no requiere demasiadas explicaciones, la afirmación de que el gobierno corporativo de las sociedades es objeto de una especial atención, no sólo normativa, sino también doctrinal y mediática. No hay semana —durante los últimos años— en la que no leamos, en cualquiera de los ámbitos señalados, alguna referencia al mismo. Podríamos incluso aseverar que existe una hipersensibilidad a esta materia, con origen en el sinfín de tropelías y abusos (a nivel mundial) del que hemos sido atónitos testigos estos últimos años (en nuestro país focalizados en el «desgobierno» político de las cajas de ahorro). Esta obvia preocupación social, nos hizo preguntarnos cómo sería tratado este problema en la economía más avanzada del planeta. Economía que es, además, origen, guía y faro de algunas de las normas y prácticas generalmente aceptadas que integran el *corporate governance* de los países medianamente desarrollados.

Es además incontestable que, gobierno corporativo de las sociedades cotizadas ha tenido, sobre todo en el mundo anglosajón, una atención mucho mayor que la recibida en Europa en general, y en España en particular. Realmente, en nuestro continente (a excepción del Reino Unido), hasta hace veinticinco años no existía la protección jurídica del inversor-accionista.

En los Estados Unidos[1], las necesidades derivadas de la gestión del mercado financiero más grande del planeta[2], cuya seguridad y optimización exige la adopción de medidas para seguir concitando la confianza de los inversores y, con ello, garantizar la afluencia masiva de capitales de los cinco continentes para financiar los grandes (y más avanzados tecnológicamente) proyectos empresariales de nuestra

[1] Permítasenos la licencia de denominar indistintamente a este país como Estados Unidos o como Norteamérica; a pesar de saber que esta segunda acepción se refiere a lo que es un subcontinente integrado, además de por los Estados Unidos, por Canadá y México.

[2] Si dentro de los mercados de capitales, nos fijamos en concreto en la capitalización de las acciones cotizadas en sus mercados, nos encontramos con que Estados Unidos representa un 33 por ciento de la capitalización mundial, seguidos por la UE (veintiocho países) con un 22 por ciento, China un 13 por ciento y Japón con un 7 por ciento. Accenture, http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-CM-Key-Facts-Sept-2012.pdf#zoom=50.

época; han dado como resultado el desarrollo de un sistema de gobierno corporativo ágil en su evolución y por lo tanto, permanentemente actualizado.

Por ello, y por contar con la doctrina más relevante, el mayor número de publicaciones editadas, la perspectiva que da el poso doctrinal de ochenta años de estudio, así como por el tratamiento legislativo otorgado al problema desde hace ya casi cincuenta, hace que sea prácticamente inevitable, tomar como referencia y modelo para nuestro estudio, el sistema de gobierno corporativo estadounidense[3]. En palabras de Hopt, «el estudio del Derecho de Sociedades americano —como marco legal que sirve de apoyo a su gobierno corporativo— se ha vuelto indispensable tanto para los teóricos de esta materia, como para los más agresivos prácticos. Su influencia sobre el derecho europeo tanto de sociedades como del mercado financiero (de capitales), es incontestable, dejándose sentir, así mismo, en las demás ramas jurídicas con relevancia económica[4]».

Además, los errores que el ordenamiento jurídico de aquel país cometió en la asignación de derechos y obligaciones, a los distintos actores que interpretan el «gran teatro» del gobierno corporativo, han sido, sin duda, una pieza fundamental en el origen de la devastadora crisis económica que golpeó el mundo occidental y a los propios Estados Unidos en 2008. En opinión de la más relevante doctrina[5], la crisis tuvo su génesis en prácticas de abuso de poder —como consecuencia de la falta de un control efectivo del *management* por parte de los «nuevos» propietarios — así como en una avaricia desmedida[6] de estos, que desembocó en un cortoplacismo inversor de

---

[3] «Most of empirical research in the leading academic research journals is still done in a U.S. institutional contest». Boris Durisin y Fulvio Puzone, «Maturation of corporate governance research, 1993-2007: an assestment», *Corporate Governance: An International Review* 17, nº 3 (2009): 279.

[4] Klaus J. Hopt, *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores* (Madrid: Marcial Pons, 2010), 270-1. Este prestigiosísimo profesor alemán, sobre la preeminencia de la doctrina norteamericana, continúa, «nuestro vocabulario legal así lo atestigua. Por ejemplo: *share deal, asset deal, due diligence, Chinese walls, compliance, letter of intent, asset-backed securities, insider dealing, tracking stock, class action*». Y proseguimos: *information asymmetry, equity, shareholder proposal, shareholder apathy, shareholder empowerment…*

[5] Sobre los orígenes de la crisis financiera de 2008-2009, véase Stephen M. Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis* (New York: Oxford University Press, 2012), 5.

[6] Juan Pablo II en su encíclica *Sollicitudo Rei Socialis*, 5ª ed., (Madrid: San Pablo, 1.988), 49-50. De forma premonitoria, y adelantándose a la actual crisis económica —con profundas raíces morales— nos dice,

> *este Superdesarrollo consiste en la excesiva disponibilidad de toda clase de bienes materiales para algunas categorías sociales, fácilmente hace a los hombres esclavos de la "posesión" y del goce inmediato, sin otro horizonte que la multiplicación o la continua sustitución de los objetos que se poseen por otros más perfectos. Es la llamada civilización del "consumo" o consumismo, que comporta tantos "derechos" o "basuras". Un objeto poseído y ya superado por otro más perfecto, es descartado simplemente, sin tener en cuenta su posible valor permanente para uno mismo o para otro ser humano más pobre. Todos somos testigos de esta ciega sumisión al mero consumo: en primer término una forma de materialismo craso, y al mismo tiempo una radical insatisfacción,*

funestas consecuencias. Consideramos que el análisis tanto de este origen, como de las medidas correctoras adoptadas por los EE.UU, servirán de contraste para los estudiosos del gobierno corporativo en otros continentes.

Bien es cierto, y esto hay que tenerlo en cuenta, que el mercado norteamericano tiene unas características propias[7] que harán, por supuesto, matizar, adecuar y adaptar a nuestra realidad europea sus normas. Entre otras cosas, porque tal y como exponemos en esta Tesis, tiene una serie de defectos estructurales que vician e impiden un correcto funcionamiento del mismo.

2. BREVE APROXIMACIÓN AL CONCEPTO Y A LOS DIFERENTES SISTEMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

¿Qué entendemos por gobierno corporativo[8]? Son muchas las definiciones ofrecidas por la doctrina internacional[9], pero centrándonos en los autores angloamericanos más sobresalientes, podemos citar a Tricker, profesor de la Universidad de Oxford, y fundador y editor de la prestigiosa *Corporate Governance - An International Review*, quién nos indica que «el gobierno corporativo hace referencia a la forma en la que las sociedades son gobernadas[10]». El catedrático de la UCLA Stephen M. Bainbridge, lo define como: «Corporate Governance, consists of the institutional structures, legal rules, and best practices that determine which body

---

porque se comprende rápidamente que - si no se está prevenido contra la inundación de mensajes publicitarios y la oferta incesante y tentadora de productos – cuanto más se posee más se desea, mientras las aspiraciones más profundas quedan sin satisfacer, y quizás incluso sofocadas…Con esto se demuestra que si el desarrollo tiene una necesaria dimensión económica, puesto que debe procurar al mayor número posible de habitantes del mundo la disponibilidad de bienes indispensables para "ser", sin embargo no se agota con esta dimensión. En cambio, si se limita a ésta, el desarrollo se vuelve contra aquellos mismos a quienes se desea beneficiar.

[7] Las características propias de cada sistema normativo o «*path dependence*», en Hopt, *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores*, 53.

[8] El término «gobierno corporativo» tiene su raíz semántica en la analogía funcional que se da entre el Gobierno de los Estados y el de las sociedades mercantiles capitalistas. El primer autor en utilizar este término fue Richard Eells, *The meaning of the modern business: an introduction to the philosophy of large corporate enterprise* (Nueva York: Columbia University Press,1960),108; «The term "Corporate Governance" is relatively new; in most jurisdictions it is not a legal term, and its definition is ambiguous». Andreas M. Fleckner y Klaus J. Hopt, *Comparative corporate governance. A functional and international analysis* (Cambridge: Cambridge University Press, 2013), 10.

[9] «The rules that govern decision making in public corporations, whether arising from corporate law, securities regulation, exchange listing rules, or elsewhere». Christopher Bruner, *Corporate governance in the common- law world. The political foundations of shareholder power* (New York: Cambridge University Press, 2013), 3; «The social problem of holding powerful decision-makers in large economic organizations accountable to their actions, in order to legitimate their continuing possession and exercise of power». Mark T. Moore, *Corporate governance in the shadow of the state* (Portland, Oregon: Hart, 2013), 14.

[10] Bob Tricker, *Corporate governance. Principles, policies and practices* (Oxford: Oxford University Press, 2009), 38.

within the corporation is empowered to make particular decisions, how the members of the board are chosen, and the norms that should guide decision making[11]».

Monks (profesor de la Universidad de Cambridge) y Minow[12], desde otra perspectiva nos señalan que «en esencia, el gobierno corporativo es la estructura que trata de que las preguntas correctas sean realizadas; y que los controles y balances estén en su sitio, para asegurarnos que las contestaciones reflejen lo que es mejor para la creación de valor a la largo plazo, de forma sostenida y renovable».

Desplazando nuestra atención de la doctrina a los Códigos de Buen Gobierno (Corporate Governance Guidelines), y a los trabajos de organismos internacionales, resaltaremos dos en concreto por la transcendencia que han tenido. El primero, es el informe Cadbury (que como ya sabemos tuvo una influencia mayúscula en todo el movimiento del gobierno corporativo en Europa), y nos señala, como primera idea, que «el gobierno corporativo es el procedimiento a través del cual las compañías son dirigidas y controladas[13] ».

Por su parte, los principios de gobierno corporativo de la OCDE, en su última versión revisada de 2004[14] señalan que «el gobierno corporativo debe promover mercados transparentes y eficientes, ser coherente con el régimen legal, y articular claramente el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras».

Las variaciones entre las definiciones nos indican las diferentes perspectivas adoptadas por sus autores. Bainbridge nos presenta una definición mucho más estrecha y centrada en el consejo de administración, coherente con su apasionada defensa de la separación entre propiedad y dirección de la empresa[15], primando la misión del consejo y los *managers* como medio para incrementar el valor de la acción. Por el contrario, en las definiciones de la OCDE y otras organizaciones internacionales como el Global Corporate Governance Forum[16], así como en los documentos generados por la UE[17]; prima una visión más institucionalista del

[11] Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, 4.
[12] Robert A. G. Monks y Neil Minow, *Corporate governance* (West Sussex, U.K: John Wiley & Sons, 2011), prefacio, Xxiii.
[13] Cadbury Code, http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf.
[14] OCDE, http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf.
[15] Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, 206.
[16] GCGF, organización nacida de la puesta en común de las inquietudes que en relación al gobierno corporativo se suscitaron en la OCDE y en el Banco Mundial. http://www.ifc.org/corporategovernance.
[17] «El sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas, y [como] una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de una empresa, su consejo, sus accionistas y otras partes interesadas». Libro verde sobre

gobierno corporativo, dando mayor protagonismo a los *stakeholders*, y poniendo cada vez más énfasis en la interrelación entre el gobierno corporativo y la responsabilidad social corporativa[18]. No obstante, la apuesta por la *shareholder primacy*, sigue estando omnipresente en todos los ámbitos relacionados con la disciplina en el país que nos ocupa.

En definitiva, no existe una única definición de gobierno corporativo, aportando cada una de las existentes su particular concepción de la calidoscópica realidad que sirve de base a la construcción de aquel.

La dificultad con la que nos encontramos es que la tipología y horizonte inversor de los actuales accionistas —los inversores institucionales— es completamente distinta a la del pequeño y desamparado accionista individual, sobre cuyas particulares circunstancias y características, se construyó una parte fundamental de las premisas de lo que hoy es la disciplina del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos. Entendemos que ninguna de las nociones expuestas se adecúa a esta nueva realidad.

Llevaremos a cabo una somera revisión de los diversos sistemas de gobierno corporativo, secundando la clasificación de la doctrina internacional, con el fin de poder situar al sistema estadounidense dentro del universo del corporate governance. Para ello, nos servirá de guía el trabajo colectivo de Andres, Betzer, Goergen y Metzger, «Corporate governance systems[19]», por entender que de forma esquemática, actual y comprensible, ofrece una visión de conjunto bastante completa.

2.1 SISTEMAS ORIENTADOS O AL MERCADO O A LOS BANCOS

A este respecto, tal y como señalan Andres y sus compañeros, fue Hicks en 1969 quien primero realizó esta distinción[20], aunque originariamente lo hizo como criterio de clasificación de las economías de diversos países. Las «*market economies*» son aquellas que tienen una directa relación con el mercado de capital público y de deuda, mientras que las «*bank economies*» confían más en los bancos para financiar las

el gobierno corporativo, UE, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_es.pdf.

[18] Rosa Mª Fernández Martín, «Gobernanza corporativa en la Unión Europea: oportunidades de cambio para un desarrollo sostenible», *Cuadernos Europeos de Deusto* 45 (2011): 97-115.

[19] Christian Andres, André Betzer, Mark Goergen y Daniel Metzger, «Corporate governance systems», en H. Kent Baker y Ronald Anderson, *Corporate governance. A synthesis of theory, research, and practice* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010), 37.

[20] John A. Hicks, *A theory of economic history* (Oxford: Clarendon Press, 1969).

sociedades. Más tarde, Allen y Gale[21] adaptaron esta clasificación al gobierno corporativo, afirmando que el Reino Unido y los Estados Unidos, son «*market based*», mientras que Japón, Alemania y Francia serían «*bank based*».

Estos últimos autores, siguiendo a Roe[22], señalaron que la historia y la forma de regular el sector bancario ha tenido una innegable influencia en el desarrollo de las practicas corporativas en cada país. Así, tal y como ya expondremos en este trabajo, la Glass-Steagall Act[23], limitó de forma importante la posibilidad de que los bancos tuvieran participaciones significativas en el capital de las grandes empresas, mientras que en Europa no ha existido una legislación similar.

2.2 *INSIDER* vs. *OUTSIDER SYSTEMS*

Esta clasificación se la debemos a Franks y Mayer[24]. Según la misma las características propias de un mercado *outsider* (exterior) son: los mercados de capitales desarrollados, la dispersión en la propiedad de las empresas, y un activo mercado de OPAS. Además, el papel de las entidades financieras (bancos y compañías aseguradoras), tanto en su función de financiadores de las sociedades, como en el de potenciales controladores de las compañías cotizadas, está sustancialmente limitado.

Por el contrario, el «*insider system*» está gobernado por *insiders* o personas que se encuentran dentro de las sociedades, y quienes tienen un acceso privilegiado a la información. La propiedad de las compañías está muy concentrada, y se forman redes de participaciones cruzadas. Normalmente, algún miembro de la familia fundadora está en el consejo y debido a la estabilidad accionarial y a una legislación contraria a las OPAS hostiles, no existe propiamente un mercado de control societario. Las entidades financieras suelen tener participaciones significativas, por lo que normalmente tienen acceso al consejo de administración de estas sociedades cotizadas. Además, no solo el interés de los accionistas ha de ser tenido en cuenta por el consejo, sino también el de otros stakeholders. La mayoría de los países de Europa continental, podemos adscribirlos a este grupo[25].

---

[21] Franklin Allen y Douglas Gale, *Comparing financial systems* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2000). En Baker y Anderson, *Corporate governance. A synthesis*, 38.
[22] Mark J. Roe. *Strong Managers, Weak Owners. The political roots of American corporate finance*. (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1994).
[23] Véase nota número 70 del capítulo I.
[24] Julian Franks y Colin Mayer, «Hostile takeovers and the correction of managerial failure», *Journal of Financial Economics* 40 (1996): 163, en Baker y Anderson, *Corporate Governance. A synthesis*, 38.
[25] Andres et al., «Corporate governance systems»: 39.

2.3 FAMILIAS LEGALES. EL «*CIVIL LAW*» Y EL «*COMMON LAW*»

La Porta y sus compañeros[26] publicaron en 1997 un trabajo que tuvo una influencia realmente notable en la forma de entender los diversos sistemas de gobierno corporativo. Concluyeron que los inversores prefieren pagar más por activos financieros, si sus derechos de propiedad están eficazmente defendidos por la ley.

Realizaron un estudio relativo a la protección legal de los intereses de accionistas y acreedores en cuarenta y nueve estados del planeta. Clasificaron los sistemas legales en dos grandes grupos: el *civil law* y el *common law*. El primero proviene de la tradición romano-germánica, y normalmente utiliza códigos y estatutos como sistema para organizar y ordenar sus normas jurídicas. Dentro de este grupo se diferencian, a su vez, varias familias: la francesa, la alemana y las escandinavas. Fuera de Europa, China, Japón y Corea, también están englobadas en este sistema. Por el contrario, el common law, que es inglés en su origen, está basado en las decisiones judiciales que sirven como precedentes para futuras y similares disputas judiciales. Este sistema es el propio del Reino Unido, Canadá, Australia, Nueva Zelanda y los Estados Unidos. Del estudio de la legislación concursal y de sociedades de los cuarenta y nueve países, determinaron que los estados bajo la influencia del common law tenían una legislación más protectora de los intereses de los accionistas e inversores. Por el contrario, en los países del civil law (Francia, España, Italia), esta protección es más débil. Los países escandinavos se encuentran a medio camino entre los dos grupos. Estos autores también señalan que determinados mecanismos de gobierno corporativo, como es la concentración accionarial, son, en realidad, una reacción a la debilidad de la ley en la defensa de los derechos e intereses de los inversores.

2.4 SISTEMA ELECTORAL PROPORCIONAL vs. MAYORITARIO

Fueron Pagano y Volpin[27] los que, en discrepancia con La Porta, concluyeron que son los sistemas políticos, más que los orígenes del sistema legal, lo que explica las diferencias entre los distintos países. Según sus postulados, es el sistema electoral de cada país, por sus enormes consecuencias políticas, el que verdaderamente determina el grado de defensa de unos u otros *constituencies*. Y así, si el sistema electoral es proporcional (como es el caso de Austria, Italia, los países escandinavos), la protección

[26] Rafael La Porta et al., «Legal determinants of external finance», *Journal of Finance* 53 (1997): 1131.
[27] Marco Pagano y Paolo Volpi, «The political economy of corporate governance», *American Economic Review* 95 (2005): 1005.

del accionista será débil, y la de los empleados fuerte. Por el contrario, en los países con sistemas electorales mayoritarios (Canadá, Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos) las consecuencias se invierten: fuerte protección del accionista y débil del empleado.

2.5 INFLUENCIA POLÍTICA. LA DEMOCRACIA SOCIAL

El máximo valedor de esta teoría es Roe, quien ya la apuntó en su alabado trabajo *Strong managers. Weak owners. The political roots of American corporate finance*[28]. Según este profesor de Harvard, son los políticos[29] los que al final determinan uno u otro sistema de gobierno corporativo. Argumenta que la socialdemocracia europea ha logrado la paz social favoreciendo a los empleados sobre los accionistas, y continua «la socialdemocracia persigue la igualdad social, aun a costa de la eficiencia de las sociedades[30]». La concentración accionarial sería, por tanto, una consecuencia de estas prioridades sociales[31].

2.6. *VARITIES OF CAPITALISM*

Finalmente mencionaremos esta elaboración doctrinal[32] impulsada por Hall y Soskice[33], denominada «*varities of capitalism*» (VOC) que se basa en la premisa de que las sociedades y los individuos, no solo invierten en activos fijos y tecnología, sino también en competencias y habilidades desarrolladas a través de las relaciones con otros. Estas relaciones conllevan problemas de coordinación, que son resueltos de forma distinta en «*coordinated market economies*» (CME) que en «*liberal market economies*» (LME). En la primera, las compañías, los sindicatos, las asociaciones empresariales y los

[28] Mark J. Roe, *Strong managers. Weak owners*; Cfr. Stephen M. Bainbridge, «The politics of corporate governance: Roe`s strong management, weak owners», *Harvard Journal of Law and Public Policy* 18 (1995): 671.

[29] Véase al profesor de la Washington and Lee University, Christopher M. Bruner, *Corporate governance in the common law world. The political foundations of shareholder power*, (New York: Cambridge University Press, 2013), 287. «external regulatory strategies [de políticos] affecting the incentives and interest of others stakeholders in widely held corporations – particularly social welfare protections available to employees- have exerted an underappreciated but critical impact on the degree of shareholder centrism exhibited by each of these countries». (Se refiere al Reino Unido, Australia y Canadá, en relación con la mayor protección del interés de los accionistas que existe en estos países en comparación con los EE.UU).

[30] Andres et al, «*Corporate governance systems*», en Baker y Anderson, *Corporate governance. A synthesis*, 42.

[31] Modestamente, entendemos que de las diferentes clasificaciones expuestas, esta es la que más puntos débiles presenta. Cfr. John W. Cioffi y Martin Höpner, «The political paradox of finance capitalism: interest preferences, and center-left party politics in corporate governance», *Politics and Society* 34 (2006): 463.

[32] Véase Christian Andres et al, «Corporate governance systems», en Baker y Anderson, *Corporate governance. A synthesis*, 42.

[33] Peter A. Hall y David Soskice, *Varieties of Capitalism: The institutional foundations of comparative advantage* (Oxford: Oxford University Press, 2001)

inversores, se relacionan a través de una densa red de contactos a largo plazo. Sería el caso de los países de la Europa continental. Por el contrario, las sociedades inmersas en las LME, confían más en los mercados para resolver los problemas de coordinación. Las relaciones entre los agentes económicos están débilmente reguladas y la intervención gubernamental es escasa. Sería el caso del Reino Unido, Australia y los Estados Unidos.

Todas estas clasificaciones resaltan aspectos distintos y útiles para ubicar el sistema norteamericano en el escenario del gobierno corporativo a nivel mundial, desvelando distintas características del mercado objeto de nuestro estudio y facilitándonos así un acercamiento más directo al mismo.

3. DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA

El origen del problema —tal y como ya lo adelantaran desde principios del siglo XX diversos autores, y en especial los profesores Adolf Berle y Gardiner Means, en su seminal libro *The Modern Corporation and private property*[34]— es el desdoblamiento que en la moderna sociedad cotizada se ha producido entre la propiedad de la compañía y los gestores de la misma. Originariamente los accionistas integraban el órgano de administración de la sociedad, y por lo tanto, gestión y propiedad quedaban perfectamente alineados. El desarrollo, primero industrial y luego tecnológico, hizo que las grandes corporaciones necesitaran, por un lado, unas cifras de capital ingentes para acometer sus proyectos, y por otro, la contratación de una serie de directivos altamente preparados (management[35]) capaces de gestionar el día a día de la compañía.

La atomización de la propiedad a través del reparto del capital en favor de miles de pequeños accionistas[36], hizo que la presión, o por decirlo de forma más políticamente correcta, la labor de vigilancia que los accionistas debían de ejercer

[34] Adolph A. Berle y Gardiner C. Means, *The modern Corporation and Private Property*, 2º ed., (New Yersey: Transaction, 1991).

[35] Término que en este trabajo utilizaremos de forma indistinta con el de directivo; en contraposición con la traducción del término inglés «*director*» que traducimos como «consejero».

[36] Mark, J. Roe, *Strong managers, weak owners*. En efecto, si bien de forma mayoritaria la doctrina entiende que la citada dispersión del accionariado ha tenido como origen la confluencia de distintas circunstancias económicas, el prestigioso profesor de la Universidad de Harvard, Mark J. Roe, expone que esta dispersión del accionariado se debe a motivos políticos. Es decir, que el «populismo» vigente en EE.UU al inicio del siglo XX, fue el que, por miedo a la concentración de poder económico, limitó la participación de las compañías de seguros, y así mismo, dividió la actividad bancaria entre los bancos de inversión o negocios y los tradicionales. Esta fragmentación en el mercado americano en especial, pero también en otros, hace que los intereses de los accionistas sean variadísimos, una masa heterogénea que les impide ponerse de acuerdo y monitorizar de forma eficiente al órgano de administración; Cf. Bainbridge, *Corporate Governance after the financial crisis*, 237. Por el contrario, entiende que esta separación no es un defecto sino que es la característica esencial del sistema norteamericano.

sobre los directivos, se fuera diluyendo. Consecuentemente, estos directivos sabiéndose no controlados, fueron ampliando su ámbito de actuación y de auto-atribución de competencias hasta copar también los puestos claves del consejo de administración, de forma que con el paso de los años, llegaron a tener un poder realmente incontrolado en la mayoría de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos y en el Reino Unido. En Europa y Japón, debido a una estructura de propiedad diferente (más concentrada que en los Estados Unidos), una mayor influencia de otros stakeholders en la gestión de la compañía, un mercado más orientado (y financiado) por los bancos que por otros agentes financieros, así como por un sistema jurídico —civil law frente al common law angloamericano— hizo que el fenómeno descrito no se produjese con la misma celeridad y consecuencias.

La búsqueda de una solución a esta falta de «alineamiento» entre los intereses de la propiedad (el principal), y los de los directores o managers (agentes), así como la explicación de la misma, es denominada en el Derecho de Sociedades comparado, «Teoría de la agencia[37]». Cuando, como hemos visto, se produce una desviación en la actuación de los agentes, la propiedad ha de incurrir en una serie de gastos que tienen como objeto hacer volver al agente al cumplimiento leal y diligente de sus obligaciones. Estos gastos son los denominados «costos de agencia[38]». Es precisamente en relación con esta actividad, en donde la doctrina internacional más reconocida sitúa la acción del consejo de administración, en tanto órgano al que el sistema de gobierno corporativo atribuye la misión —entre otras— de vigilar, en nombre de los accionistas (de la propiedad), la actuación de la dirección (management) de la empresa[39].

Este «problema», con diferentes variantes, se ha ido complicando con el paso de los años, entre otras razones por la existencia de lo que la doctrina norteamericana ha venido a denominar la «*rational apathy*[40]». Es decir, los accionistas minoritarios no tienen ni el tiempo, ni los medios necesarios para realizar un verdadero control de la

[37] Véase Lynn Stout, *The shareholder value myth* (San Francisco: Berrett- Koehler, 2012), 37.
[38] «El consejo como limitador de los costos de agencia». Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*: 71.
[39] Directamente relacionado con este problema, por ser una consecuencia lógica del mismo, tenemos otra disfunción denominada «*information asymmetry*», que tiene su origen en que ambas partes de la relación tienen acceso a distintas capas de información, con lo que el agente —que es quien normalmente tiene mejor información— jugará siempre con ventaja sobre el principal. Christine Mallin, *Corporate governance* (Oxford: Oxford University Press, 2009), 15.
[40] Véase Robert C. Clark, *Corporate law*, 390. En Guillermo Guerra Martín, *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses: su influencia en el movimiento de reforma del derecho europeo* (Cizur Menor, Navarra: Aranzadi, 2003), 123.

dirección, ni la voluntad. Sólo los inversores institucionales —con las matizaciones que veremos — realizan en algunas ocasiones, una labor eficaz de escrutinio y fiscalización. El resto de accionistas se benefician de esta actividad, aprovechándose de sus propuestas, pero sin contribuir a las labores de control. Es lo que se ha venido a denominar «*free raiders*[41]».

Ante la situación de descontrol directivo, reaccionó, tanto el mercado, como la autoridad competente; es decir, la Securities and Exchange Commission (SEC). El objetivo era claro: volver a alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas propietarios. Para ello, la Administración Roosevelt, tras el Crash del 29, aprobó una serie de leyes que son los cimientos del actual sistema de gobierno corporativo en aquel país. Nos referimos, por supuesto, a la Securities Act (1933); la Securities and Exchange Act (1934) que creó la Securities and Exchange Commission; a la Investment Company Act (1940) y la Investment Adviser Act del mismo año. Todas ellas fundamentaron la defensa de los intereses de los accionistas e inversores en una política de máxima información.

Tras los gloriosos (económicamente hablando) años sesenta, y el inapelable triunfo teórico de la Escuela del Análisis Económico del Derecho (EAED) una década después, que impuso al accionista como centro del universo societario; llegaron los gravísimos episodios de corrupción de gigantes como Enron. Aprovechando el estado de alarma social creado como consecuencia de las quiebras de estas compañías, los accionistas solicitaron más poder. El círculo se había cerrado. Al deber del management y del consejo, de buscar el beneficio del accionista (ciertamente más impuesto por la asfixiante presión de la EAED, que por la propia ley) se unió el incremento real del poder de los accionistas[42], especialmente tras la brutal crisis del año 2008, que coincidió con la llegada de la Administración Obama a la Casa Blanca.

Obviamente, las labores de lobby realizadas con ocasión de la tramitación de los dos proyectos legislativos, que cristalizaron: uno en la ley «to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes», más conocida como la Sabarnes-Oxley Act de 2002, y otro en la «Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act»

[41] Mallin, *Corporate Governance*, 43. Los «*free raiders*», son aquellos accionistas —normalmente minoritarios— que se aprovechan de la labor de control realizada por los grandes accionistas, sin tener que compensarles económicamente por el esfuerzo de realizado.

[42] Que hasta entonces había sido ciertamente limitado, tras un recorte de derechos que se llevó a cabo durante los años cincuenta y sesenta, tal y como veremos en el capítulo I.

de 2010; fueron realizadas por aquellos que formalmente aparecían como los mayores accionistas de las sociedades cotizadas. Nos referimos, por supuesto, a los inversores institucionales.

En una carrera de fondo que comenzó a principios de la década de los cincuenta, los *Institutional Investors* (II.II) no han hecho más que incrementar su participación en las compañías cotizadas, hasta ser titulares formales, hoy en día, del 70 por ciento de las mil compañías de mayor capitalización en los Estados Unidos[43]. El resultado ha sido que tanto la doctrina como el legislador, han tratado de adjudicarles el papel de nuevos guardianes de la ortodoxia societaria. Pero estos no se dejaron. Y no lo hicieron básicamente porque el activismo accionarial y las labores de control del management cuestan dinero[44]. Mucho dinero. Así que si no me gusta como está gobernada la compañía en la que tengo invertido parte de mi capital, simplemente venderé mis acciones («*vote with their feet*[45]»).

El problema aumenta exponencialmente de intensidad cuando los gestores de los fondos son compañías independientes (con sus propios accionistas y muchas veces también cotizadas), cuya principal misión es ganar cuanto más dinero mejor con la gestión de ese fondo. Ante esta realidad, que es claramente la mayoritaria, ¿qué interés atenderán con mayor solicitud? ¿El de sus accionistas? ¿El de los inversores accionistas del fondo que les han contratado para la gestión de este?

En resumen, el origen de este problema está en la SHWM, y en la llegada de los II.II. como grupo emergente que ha acaparado casi en exclusiva la condición de accionista. Y estas circunstancias tienen consecuencias que, en cierta forma, alteran dos presupuestos fundamentales del régimen de la sociedad. Uno tiene matices más

[43] http://www.conference-board.org/publications/publicationdetail.cfm?publicationid=1872.

[44] «Partly because institutional investors do not want to retain a high percentage of shares in a single company, their liquidity is limited. As the number of companies in their portfolio grows, they will be able to pay less attention to individual business, a development which negatively impacts the first agency relationship. There are enough reasons to assume that institutional investors, as a result of their agency relationship with their clients, should not be considered to be properly equipped to fulfill the role of actively involved shareholders in public traded companies». Paul Frentrop, «Short-termism of institutional investors and the double agency problem» (june, 2012), 46. SSRN: http://ssrn.com/abstract=2249872 o http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2249872.

[45] Aunque esta salida o venta, también puede conceptuarse como un mecanismo de gobierno corporativo: «Recent theoretical work suggests that when institutions choose to exit underperforming stocks, the sale of shares may serve as a governance mechanism». Jean Helwege, Vincent J. Intintoli y Andrew Zhang, «Voting with their feet or activism? Institutional investors' impact on CEO turnover», *Journal of Corporate Finance, Forthcoming* (october, 2011). SSRN: http://ssrn.com/abstract=1524541 y http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1524541.

económicos, y es el brutal acortamiento del plazo de la inversión[46]. Los gestores de los fondos (los *investment advisers*, como tendremos ocasión de ver con detalle en el capítulo V de esta Tesis), cobran un porcentaje sobre los activos gestionados por el fondo. Por lo tanto, a mejores resultados del fondo, más inversores querrán entrar en el mismo. Y a más activos gestionados, mayor retribución del gestor. El problema es que, en ese afán por incrementar las ganancias, la compañía en la que invierten es utilizada exclusivamente como una fuente de posibles beneficios[47]. Por lo tanto, tratarán de influir en el management para obtener el mayor beneficio posible en el menor plazo, sin importar el futuro de las sociedades[48]. En cuanto lo realizan, venden y se van[49]. No olvidemos que los gestores trimestralmente deben publicar los resultados obtenidos en la gestión del fondo, y al ser estos comparados con los de la competencia, son los que en última instancia determinan que se pierdan o ganen clientes.

El segundo, es la desestructuración de la tradicional relación de agencia. Esta relación queda duplicada en sus sujetos originales, el agente y el principal. El gestor (investment adviser) del fondo es el agente de los accionistas de este fondo, y a su vez, al ser el que decide el sentido del voto del fondo en las sociedades en las que este tiene participación, resulta que es el principal con respecto a los agentes de aquellas, es decir, los managers[50]. Esta doble relación de agencia es un «avispero» conflictual de proporciones inimaginables. Y un problema de difícil solución. Lo que nos llama la

[46] «In truth, active funds are short term investors, turning over 100% or more of their portfolios. Additionally, they hold stock in myriad companies and therefore lack the incentive to extend research cost in determining which votes in which particular companies would most increase value». Usha Rodrigues, «Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership», *Minnesota Law Review* 95 (2011): 1831.

[47] «Hedge fund activism is producing a significant externality: namely, the shortening of investment horizons and the discouragement of research and development». John Coffee Jr. y Darius Palia, «The impact of hedge fund activism: evidence and implications», *ECGI Law Working Paper* Nº 266/2014, 80.

[48] No podemos dejar de insistir en la existencia de un deber moral, que más allá de la pura eficiencia económica, conlleva una obligación para con todos los stakeholders relacionados con la sociedad. En palabras del Pontificio Consejo Justicia y Paz, «La dimensión moral de la economía hace entender que la eficiencia económica y la promoción de un desarrollo solidario de la humanidad son finalidades estrechamente vinculadas, más que separadas o alternativas». «Justicia y paz», *Compendio de la doctrina social de la iglesia* (Madrid: Biblioteca de autores cristianos, 2012), 169.

[49] Realmente, la orden de vender o comprar, la da una computadora en base a programas informáticos especialmente diseñados para el trading. En este sentido, Frentrop indica, «scientific investment entails a disciplined management of investment risk, in such a way that the targeted return is obtained with the lowest possible risk. This implies a certain disloyalty with regard to the companies in which they invest. By now, easily 80 per cent of the shareholders of public traded companies are disloyal shareholders». Frentrop, «Short-termism of institutional investors»: 26. Discurso ofrecido en el acto de aceptación del cargo de profesor de Gobierno Corporativo y Mercados de Capitales en la Nyenrode Business University el 25 de junio de 2012, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872.

[50] En palabras de Frentrop, «In relation to its clients, an institutional investors is the agent, whereas in relation to companies it is the principal». Ibíd., 51.

atención poderosamente es que hasta ahora no ha recibido, por la doctrina de aquel país, la atención que su trascendencia merece[51].

Tras todo lo expuesto debemos preguntarnos, ¿quiénes son los actuales accionistas? ¿Qué persiguen? ¿De qué forma influyen en la gestión y en la toma de decisiones estratégicas por parte de los actuales managers? ¿Cuáles son los conflictos de intereses que derivan de la estructura jurídico-económica de los II.II? En definitiva, ¿responde el actual modelo de gobierno corporativo a la real configuración del accionariado y las sociedades en aquel país? Pretendemos ser capaces de determinar, tras la labor de investigación desarrollada en esta Tesis, si existen razones que fundamenten una modificación legislativa que obligue a la dirección y al consejo a tener en cuenta los intereses de los principales stakeholders, incluso otorgándoles ciertas facultades o derechos (aunque solo sea a ser oídos) en la gestión de la compañía.

Otro aspecto que aparece transversalmente en todos los capítulos, es la denominada «industria del gobierno corporativo[52]». No debe escapársenos el volumen que la misma está adquiriendo en los últimos años. No solo los *proxy advisors*, los *governance ratings agencies* y los *governance advisers*, como beneficiarios directos, sino también una larga lista de consultoras, auditores, firmas de abogados, publicaciones, analistas, especialistas en recursos humanos, sociedades dedicadas a la determinación de las remuneraciones de consejeros y directivos (*compensation consultants*), doctrina científica y *head-hunters* que vive, o al menos se alimenta parcialmente, de cualquier modificación que se produzca en el sistema de gobierno corporativo del país. Son muchos, demasiados, los proveedores de servicios. Y muy caros. Y a todos ellos les pagan las sociedades, es decir, sus accionistas.

Percibimos que, en esencia, el problema que tratamos en esta Tesis tiene un evidente trasfondo humano. Es la condición humana la que determina que el ansia de riquezas y la avaricia desmedida sean las que en todos los casos inciten a

[51] Han sido autores europeos, encabezados por el profesor Frentrop, los que antes han detectado y denunciado el problema. Y en los Estados Unidos, tal y como veremos con mayor detenimiento, han sido la práctica legal y la judicatura, los que antes hicieron sonar las primeras alarmas; «Yet some of us were struck by how little serious attention (indeed, how little attention of any sort) was been paid to the relation of corporate governance to financial risk, especially the role (or lach of thereof) of large institutional investors who have dominated corporate governance activities globally over the past two decades or so». James P. Hawley, Shyam J. Kamath y Andrew T. Williams, *Corporate governance failures. The role of the institutional investors in the global financial crisis* (Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2011), 1.

[52] En traducción literal del trabajo de Paul Rose «The corporate governance industry», *The Journal of Corporation Law* (summer, 2007): 101.

actuaciones irregulares por parte de los agentes. Y aunque bien sabemos que todos[53] los partícipes en este «Gran teatro» tienen la obligación moral de buscar el bien común (incluida la propia sociedad), también sabemos que la realidad es muy distinta. Es tan distinta que el poder público (y el regulador) no pueden ni deben quedarse cruzados de brazos, en tanto que esta actuación, moralmente reprochable, afecte el correcto funcionamiento del mercado. Obviamente al legislador (y al margen de cuestiones éticas) no le es indiferente la transparencia, seguridad y (permítasenos la expresión) «honestidad» del mismo. Al legislador le preocupa que la asignación de los recursos se haga de una forma eficiente. Solo de esta manera se contribuirá al crecimiento económico sostenible que beneficie a todos[54] los ciudadanos. Un mercado «opaco» o distorsionado por escándalos y corruptelas, no es un mercado eficiente. Y un mercado (de acciones) no eficiente no será capaz ni de captar los recursos indispensables del resto del mercado financiero para su óptimo funcionamiento; ni de retribuir al inversor con el importe real de lo que debiera haberle retribuido. Y esto es lo que nos tememos que esté empezando a pasar en los grandes mercados.

4. ESTRUCTURA

Este trabajo está estructurado en cinco capítulos. Sistemáticamente, los hemos dividido atendiendo al distinto origen de las normas y prácticas de derecho corporativo. Y así, tras uno inicial dedicado al origen de esa disciplina, los tres centrales están dedicados, respectivamente, al derecho de los Estados federados; a la legislación federal (principalmente la SEC); y a las normas de gobierno corporativo exigidas por los dos grandes mercados de valores (NYSE y NASDAQ), así como a la respuesta dada por las compañías a las mismas. En el último hacemos mención a la problemática de los inversores institucionales. Pero veamos más a fondo la estructura de cada uno de ellos.

---

[53] «El bien común es un deber de todos los miembros de la sociedad, ninguno está exento de colaborar, según las propias capacidades, en su consecución y desarrollo. El bien común exige ser servido plenamente, no según visiones reductivas subordinadas a las ventajas que cada uno puede obtener, sino en base a una lógica que asume en toda su amplitud la correlativa responsabilidad». Pontificio Consejo «Justicia y paz», *Compendio de la doctrina social de la iglesia*, 84.

[54] Véase OCDE, «In it together: why less inequality benefits all» (mayo 2015), en la que se critica con preocupación que la creciente desigualdad en el percepción de ingresos está creando un cada vez más importante «gap» entre los más ricos y los que menos tienen. Y que esta situación, además de ser injusta en sí misma, afectará al crecimiento de la economía mundial. http://www.oecd.org/social/in-it-together-why-less-inequality-benefits-all-9789264235120-en.htm; Véase con respecto a los Estado Unidos, en la misma publicación la separata: http://www.oecd.org/unitedstates/OECD2015-In-It-Together-Highlights-UnitedStates-Embargo-21May11amPArisTime.pdf. en la que se constata que en este país es donde esta desigualdad ha crecido especialmente.

En el primero analizaremos los antecedentes históricos y legislativos que han precedido, y sin duda conformado, el actual sistema de gobierno corporativo. El periodo histórico abarcado desde 1840 hasta nuestros días, lo hemos dividido en ocho epígrafes diferentes. A través de ellos iremos viendo el nacimiento de la gran sociedad cotizada en los Estados Unidos, la aprobación de las leyes pioneras que afectan a esta materia, para finalizar con el nacimiento, propiamente dicho, del gobierno corporativo en su moderna concepción en la década de los setenta.

Examinaremos, así mismo, la base intelectual que ha servido de sustento a una parte importante de las teorías y argumentos sobre la función (y por lo tanto, los derechos y obligaciones) que los principales actores de la realidad societaria han de jugar en las relaciones intrasocietarias. Así es, expondremos como Veblen, Ripley, Lippman, y sobre todo, Berle y Means, se percataron de que las grandes sociedades cotizadas son gestionadas por unos pocos accionistas aprovechando la dispersión, falta de interés, e indefensión de los titulares de la mayor parte del capital social. De una u otra forma, todos ellos clamaron contra esta situación, proponiendo diversas alternativas que tenían —y tienen— como finalidad última, la defensa de los intereses del pequeño y desamparado accionista, a través del control del *management* y la alineación de los intereses de este con los de los accionistas.

En el segundo comenzaremos con una exposición sobre las principales diferencias del sistema legal norteamericano y los europeos continentales. Veremos como el primero, y en lo que al derecho de sociedades se refiere, está totalmente influido por la praxis de la Escuela del Análisis Económico del Derecho (EAED). Seguidamente, expondremos el actual estado de la cuestión en lo referente a las distintas teorías que, en los Estados Unidos, tratan de dar una respuesta al complejo entramado de relaciones en el que se concreta una sociedad mercantil capitalista. Obviamente, sobre la base de esta concepción, se construirá, por el derecho de sociedades —los derechos de sociedades de los Estados federados, deberíamos decir— y por las distintas normas de obligado o voluntario cumplimiento que conforman el gobierno corporativo, el entramado legal que determinará el objetivo final de la sociedad, y por lo tanto, el grupo o grupos de stakeholders que liderarán la misma. Veremos cómo, desde la década de los noventa, estos han sido los accionistas, dando lugar al nacimiento de la *shareholder wealth maximization*, *shareholder primacy* o *shareholder value theory*, es decir, la teoría que propugna que la dirección de la sociedad debe primar —antes que a otros *constituencies*— los intereses de los

accionistas. Esta es, por supuesto, deudora de la concepción doctrinal que desarrolló la EAED, absolutamente focalizada en el accionista.

Trataremos de demostrar esta realidad con un análisis de las opciones legislativas elegidas por los Estados federados, así como de los *corporate governance guidelines* de las ciento cincuenta mayores sociedades cotizadas. Finalizaremos con una breve exposición sobre cuál es la práctica societaria en la que se materializan las leyes de sociedades de los Estados, en lo que al gobierno corporativo se refiere. Nos facilitan sobre manera esta tarea dos circunstancias clave. Primera, el que una parte muy importante de las sociedades cotizadas tienen su domicilio en Delaware, y segunda, que casi treinta Estados han tomado como modelo para su legislación societaria, la Model Business Company Act (MBCA), propuesta por el Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law of the American Bar Association, por lo que el análisis de solo estos dos modelos nos permitirá tener una idea bastante aproximada de esta realidad. Y todo ello a pesar de la peculiar «competencia» que existe entre los Estados de la Unión para atraer a su jurisdicción al máximo número de «*corporations*».

En el tercero, y bajo el prisma esta vez de la legislación federal, expondremos cuáles son las principales instituciones o mecanismos del gobierno corporativo en aquel país. Nos referimos al papel jugado por los auditores, por las *rating agencies*, el mercado de control societario, así como las Initial Public Offerings (IPO). A continuación analizaremos con detenimiento, lo que constituye una parte importante del problema del gobierno corporativo. Nos referimos al sistema de voto por delegación y a la masiva llegada de los derivados financieros al perímetro de nuestro estudio. Con respecto al primero, expondremos, cuál es el funcionamiento del sistema, el sinfín de «partes» que intervienen, y que vician y encarecen el mismo, así como el por qué de un procedimiento tan complicado y proclive a muchos errores. Luego entraremos de lleno en las que son las dos aplicaciones prácticas de este régimen de voto, nos referimos al *proxy solicitation* y a las *shareholders proposals*. Hemos tratado de ilustrar ambos con casos reales obtenidos de los archivos de la SEC.

En el cuarto estudiaremos lo que quizás represente el aspecto más práctico y dinámico del gobierno de las sociedades, y lo que en realidad nos permite vislumbrar cuales son las actuales tendencias y directrices. Nos referimos a las *corporate governance standards* exigidos por los dos grandes mercados de acciones en los Estados Unidos para toda compañía que quiera cotizar en ellos. Debido a su facilidad

de adaptación a la cambiante realidad[55], así como a su implementación por parte de las grandes compañías en ambos mercados cotizados, podremos obtener una fotografía bastante ajustada de la actual situación.

Hemos dividido las menciones concretas en veintiún epígrafes. El estudio de lo dispuesto por las compañías respecto de cada uno de ellos, nos ha permitido formular conclusiones que reflejan las tendencias generales, así como detectar, ya avanzamos que pocas, originalidades.

En el quinto y último lugar, acometeremos la temeraria tarea de tratar de condensar en unas pocas hojas el peculiar régimen jurídico de los inversores institucionales[56] en los Estados Unidos; una clasificación de los mismos; así como un breve comentario a los inacabables conflictos de interés en los que se ven atrapados «*ad intra*» y «*ad extra*». Nos centraremos en esta doble relación de agencia, que se manifiesta en ambas vertientes, por entender que es el principal problema del corporate governance al que se enfrenta aquel país. Finalizaremos con el análisis de sus dos principales consecuencias.

Hemos incorporado tres anexos, a los que hemos trasladado notas a pie de página que, si bien nos parecían oportunas, debido a su extensión distorsionaban la lectura del texto que trataban de complementar.

5. MÉTODO

La doctrina científica está de acuerdo con que el gobierno corporativo forma un sistema[57], conjunto de prácticas[58], procedimientos o estructuras[59] (según la definición que

[55] El *Listed company manual rule*, cuya sección 303A son los *Corporate Governance Standards*, fueron aprobados en julio de 2009; si bien casi todos los años han existido modificaciones. Véase listado de actualizaciones, NYSE, http://nysemanual.nyse.com/LCM/.

[56] Nos llama poderosamente la atención la escasa dedicación doctrinal que un problema de tal magnitud ha suscitado. Véase Committee for Economic Development (CED) de la Yale School of Management, en su trabajo «Are institutional investors part of the problem or part of the solution?» (octubre 2011): 2; el estudio de los problemas más importantes de los inversores Institucionales (es decir, si realmente defienden los intereses de los ahorradores que en ellos invierten; si su actuación es cortoplacista; y si realizan una labor de control de las compañías en las que invierten) requieren un análisis en mucha mayor profundidad que el hasta ahora realizado. https://www.ced.org/reports/single/are-institutional-investors-part-of-the-problem-or-part-of-the-solution.

[57] Bruner, *Corporate Governance in the common law world. The political foundations of shareholder power* (New York: Cambridge University Press, 2013), 3.

[58] David Larcker y Brian Tayan, *Corporance governance matters, a closer look at organizational choices and their consecuences* (New Jersey: Pearson Education, 2011), 13.

[59] «Corporate Governance covers the broad array of systems, processes and procedures that seek to regulate the relationship between managers and shareholders in particular and among all firm stakeholders in general». Kent Baker y Ronald Anderson, «An overview of corporate governance». En Baker y Anderson, *Corporate governance. A synthesis of theory*, 4.

elijamos) con especificidad propia. Por tanto, es pacífico que el mismo conforma, en los Estados Unidos, una disciplina independiente de todas aquellas que nutren su ya riquísimo (inabarcable, podríamos decir) cuerpo doctrinal[60]. En efecto, la poderosísima Escuela del Análisis Económico del Derecho ha conseguido compactar las aportaciones que se han realizado, principalmente desde el mundo del derecho y la economía[61] , hasta lograr generar un cuerpo dinámico y evolutivo que sin conformar una teoría general del gobierno corporativo, sí que ha permitido realizar un acercamiento sistemáticamente coherente a su materia de estudio, a través del análisis de diversos campos de actuación. Campos entre los que destacamos: las estructuras de propiedad como mecanismo de control externo[62]; la retribución de la dirección de la compañía[63]; las características del consejo[64]; los mecanismos de control internos y externos[65]; las estructuras de gobierno y los mecanismos de apropiación de rentas[66].

[60] Boris Durisin y Fulvio Puzone. Estos autores, tras un minucioso análisis de la literatura científica publicada al respecto, concluyen que sin duda, el gobierno corporativo se ha erigido en disciplina académica autónoma. «Maturation of corporate governance research, 1993-2007: an assesment». *Corporate Governance: An International Review* 3 (2009) 17:266.

[61] Otros las desdoblan en las siguientes: «contributions from many disciplines, including economics, management, finance, law, and accounting». Ibídem.

[62] Véanse Andrei Shleifer y Robert Vishny, «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy* 94 (1986) 3: 461-89; Randall Mork, Andrei Shleifer y Robert Vishny, «Management ownership and market valuation: an empirical analysis», *Journal of Financial Economics* 20 (1988): 293-315; Eugene Fama, «Agency problems and the theory of the firm», *Journal of Political Economy* 88 (1980) 2:288-307; James A. Brickley, Ronald C. Lease, y Clifford W. Smith, «Ownership structure and voting on antitakeover amendments», *Journal of Financial Economy* 20 (1988)1: 267-91; Harold Demstz y Kenneth Lehn, «The structure of corporate ownership: causes and consequences», *Journal of Political Economy* 93 (1985) 6:1155-77; Michael C. Jensen y Richard S. Ruback, «The market for corporate control: the scientific evidence», *Journal of Financial Economics* 11 (1990):5-50; Stuart Gilson, «Bankrupcy, boards, Banks, and blockholders: evidences on changes in ownership and control when firms default», *Journal of Financial Economics* 27 (1990) 2: 355-87.

[63] Myles L. Mace, *Directors: myth and reallity* (Boston: Harvard Business School Press, 1971); Henry L. Tosi y Luis R. Gómez Mejía, «The decoupling of CEO pay and performance: an agency theory perspective», *Administrative Science Quarterly* 34 (1989) 2:169-189; Yakov Amihud y Baruch Lev, «Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers», *Bell Journal of Economics* 12 (1981)2: 605-617; Sydney Filkestein y Donald Hambrick, «Chief executive compensation: a study in the intersection of markets and political processes», *Strategic Management Journal* 10 (1989):121-134. Michael C. Jensen, Kevin J. Murphy, «Performance pay and top managements incentives», *Journal of Political Economy* 98 (1990) 2: 225-264.

[64] Michael S. Weisbach, «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics* 20 (1988)1:4431-60; Benjamin E. Hermalin y Michael S. Weisbach, «The effects of board composition and direct incentives on firm performance», *Financial management* 20 (1991)4:101-112; Randall Mork, Andrei Shleifer y Robert Vishny, «Alternative mechanisms for corporate control», *American Economic Review* 79 (1989)4 : 842-853; Mark S. Beasley, «An empirical analysis of the relation between the board of directors composition and financial statement fraud», *Accounting Review* 71(1996) 4:443-65; April Klein, «Audit committee, board of directors characteristics and earnings management», *Journal of Accounting and Economics* 33(2002)3: 375-400.

[65] Barry Baysinger y Robert E. Hokisson, «The composition of board of directors and strategic control: effects on corporate strategy», *Academy of Management Review* 15 (1990) 1:72-87; Rita D. Kosnik,

No obstante, volvemos a insistir, en que el estudio del gobierno corporativo en aquel país, está fundamentalmente construido sobre la teoría de la agencia[67]. Esta nunca ha sido cuestionada como base sobre la que alzar el sistema del gobierno corporativo[68]. Solo ahora se empieza a detectar un resquebrajamiento de la misma, debido a la superposición de una nueva relación (causada por la estructura jurídica de los fondos) que altera su hasta ahora plácida existencia[69].

En nuestro camino de investigación, desde la detección del problema, hasta las conclusiones finales de la presente Tesis, hemos utilizado un pluralismo metodológico, aceptado por la mayoría de los juristas[70]. Por ello, utilizaremos, coordinadamente el histórico, el exegético y el de la Escuela del Análisis Económico del Derecho.

El primero, en tanto que el origen y evolución de las normas y de las instituciones de gobierno corporativo, nos ayudará sin duda a comprender y evaluar las dimensiones del problema denunciado. El segundo, debido a que la interpretación lógica del texto de

---

«Effects of board demography and directors´ incentives on corporate greenmail decisions», *The Academy of Management Journal* 33 (1990) 1: 129-150.

[66] Michael C. Jensen y William H. Meckling, «Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure», *Journal of Financial Economics* 3 (1976) 4:305-360; Andrei Shleifer y Robert Vishny, «A survey of corporate governance», *Journal of Finance* 52 (1997) 2: 737-783; Rafael La Porta, et al., «Investor protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics* 58 (2000) 1: 3-27.

[67] Nos remitimos a la bibliografía señalada en la nota 116 del capítulo II.

[68] Aunque es verdad que otras dos han pugnado modestísimamente por desplazarla, con —es necesario afirmarlo— escasísimo éxito. Nos referimos a la «*stewardship theory*» que en síntesis afirma que la dirección tiene la suficiente motivación y profesionalidad como para gestionar la firma en beneficio de todos los stakeholders. Y la «*stakeholder theory*» que propugna el otorgar más facultades a todos los constituencies o stakeholders. Véase Baker y Anderson, «An overview of corporate governance» en *Corporate Governance*. *A shynthesis*, 4.

[69] Nos es del todo increíble, el que un problema tan visible e importante no haya tenido la necesaria cobertura doctrinal. Sirva como ejemplo que la obra citada en la nota anterior, es decir, *Corporate Governance. A synthesis of theory, research, and practice*, en la que en más de 660 páginas se recogen treinta aportaciones de lo más granado de la doctrina norteamericana, con el objetivo de realizar una revisión general del estado de la cuestión; literalmente, en su página 5 se indica, «to examine the current state of governance mechanisms in mitigating the principal agent conflict». Pues bien, a pesar de la inclusión de sesudos e interesantes artículos (a los que posteriormente haremos referencia, precisamente por su valor académico) que tratan de informar sobre el estadio de evolución de la teoría de la agencia; no encontramos ninguna referencia a este problema. Increíble.

[70] Fernando Valenzuela Garach, «Método científico y Derecho Mercantil», *Revista de Estudios Jurídicos* 9 (2009):19, en donde podemos leer:

> *En suma, se comprueba la superación de la fase de "unidad de método", propugnando los diferentes pluralismos metodológicos…De todo ello se deduce, de forma diáfana, la necesidad de compatibilizar la concurrencia de tendencias diversas, incluso algunas de ellas con apariencias contradictorias, y quizás sea la propia aceptación del "pluralismo metodológico", sustentada en nuestro propio derecho positivo, la que nos abra el camino que permita esta deseable conciliación. Se tratará, más en concreto, de profundizar en la dirección metodológica (tradicionalmente) considerada como peculiar de nuestra disciplina, incorporando a ella los nuevos instrumentos de conocimiento que nos proporcionan tanto el actual desarrollo de la moderna ciencia económica (en particular en sus ramos históricos y socio-económicos), como las soluciones que nos ofrece el derecho comparado en problemas que están planteados en unos y otros países en términos semejantes.*

las normas que inciden en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en aquel país, es tan elemental y necesaria, que no necesita mayor explicación.

Con respecto a la tercera, no podemos negar, por lo que en esta Tesis expondremos, que nos hemos visto influenciados por el método de la Escuela del Análisis Económico del Derecho[71]. La investigación de cientos de artículos y estudios doctrinales, así como de los *bylaws* y *corporate governance guidelines* (CGG), de las ciento cincuenta sociedades de mayor capitalización en los EE.UU; todos ellos (y decimos todos, porque es así) imbuidos de la metodología de esta escuela, no nos hubiesen permitido que fuera de otra forma. Nos hemos apoyado en la base empírica de los resultados de muchos de sus estudios, para construir algunas de las conclusiones de esta Tesis.

Sólo un apunte justificativo con respecto a la ausencia de un método comparativo. Modestamente entendemos que el propio objeto de esta Tesis, al investigar el gobierno corporativo de un país extranjero, en sí mismo ya está aportando el elemento metodológico comparado que normalmente debería tener en otras circunstancias. Las referencias a nuestro derecho y Código de Buen Gobierno, cuando son posibles y las hemos creído pertinentes, minoran esta ausencia.

En definitiva y en palabras del Committee for Economic Development (CED); impregnadas por la retórica y carga metodológica al más puro estilo de la EAED: «Answers will also turn on the interplay between factual research results and analysis of important prescriptive concepts and questions which, when articulated properly provide the foundation for normative judgements about what are "proper" public policies or "proper" private ordering arrangements…[72]».

6. FUENTES

En cuanto a las fuentes empleadas, además de la abundantísima (y por ello, inabordable en su totalidad) producción doctrinal de altísima calidad[73], y de la legislación aplicable a nuestro objeto de estudio (tanto a nivel federal[74], como

[71] Pacces, catedrático de la Universidad de Rotterdam, y europeo de nacimiento y formación académica, señala, «Inspite of the long standing tradition of economic analysis of law, the legitimacy of this approach, is still questioned in some fields of legal analysis. Not in corporate law». Alessio M. Pacces, *Rethinking corporate governance. The Law and economics of control powers*. (London: Routledge, 2012), 20.

[72] «Are institutional investors part of the problem or part of the solution?» (2011). CED, https://www.ced.org/reports/single/are-institutional-investors-part-of-the-problem-or-part-of-the-solution.

[73] Hemos seleccionado casi 400 artículos de las más prestigiosas revistas universitarias norteamericanas, así como cincuenta libros, sobre cuyas enseñanzas hemos construido el cuerpo de esta Tesis.

[74] Principalmente, la seis leyes siguientes: Securities Act, la Securities Exchange Act, la Investment Act, la Investment Adviser Act, la Erisa, la Sabarnes and Oxley, y la Dodd-Frank. Así como las normas o

federado[75]); nos hemos centrado, sobre todo, en dos documentos societarios mencionados en el párrafo anterior: los bylaws y los CGG. En los primeros, descubriremos como las sociedades han reflejado en ellos el fin que han de perseguir los consejeros y el management en sus labores de control y gestión, así como el modo en que las compañías interpretan el alto grado de libertad que el derecho de sociedades les otorga para regular muchos aspectos de su régimen jurídico. Y en los segundos, veremos cómo las corporations han interpretado las exigencias que, a los efectos del gobierno corporativo, vienen impuestas por los estándares de los dos principales mercados de valores. Del análisis y comparación de todos ellos, obtendremos unas conclusiones que nos mostrarán las líneas generales seguidas por las grandes sociedades cotizadas. Además, principalmente de los archivos de la SEC, hemos obtenido un sinfín de ejemplos con los que ilustrar los epígrafes relativos a los *proxy contest* y a las *shareholders proposals*.

Dadas las peculiares características del sistema de gobierno corporativo, y en concreto la naturaleza dispositiva de muchas de sus normas, así como la claridad enunciativa de otras, no existe prácticamente jurisprudencia que nos ayude en la comprensión e interpretación del mismo.

Un último apunte relativo al «problema» con el que nos hemos encontrado en la fase de investigación, recopilación y sistematización de los artículos, estudios, documentos y datos necesaria para la fundamentación del presente trabajo. Y es que la casi práctica totalidad de la documentación seleccionada se encuentra escrita en inglés, sin que existan traducciones de la misma. Por ello, en algunos casos hemos procedido a realizar una traducción directa del original; mientras que en otras ocasiones, y por entender que el texto perdía fuerza o sentido con nuestra adaptación (además de presuponer en los lectores un grado de conocimiento notable del idioma inglés), hemos decidido transcribirlo en su lengua original.

En resumen, pretendemos ilustrar al estudioso español del gobierno corporativo sobre cuál es el origen y las especificidades de este sistema en los Estados Unidos. Y desde esta perspectiva «americana», acompañarle en la detección de las razones de su actual obsolescencia, en la denuncia de determinadas disfunciones, y en la constatación de las inevitables consecuencias de ambas circunstancias. Solo así,

---

reglamentos de la SEC, que normalmente en ejecución de una habilitación especial de alguna de las mencionadas leyes, dispone de cierta capacidad normativa en materias de competencia federal.

[75] Las leyes de sociedades de los Estados federados, en los que, por las razones que ya expondremos, tienen su residencia un número proporcionalmente importante de sociedades cotizadas.

seremos capaces de ofrecer, de verdad, una visión de conjunto que nos facilite la obtención de las soluciones necesarias para evitar su naufragio. En todo caso, entendemos que a través de la bibliografía sobre la que hemos fundamentado nuestra actividad investigadora, ofrecemos al jurista interesado en estas cuestiones, el material necesario para que sea punto de partida para una futura actividad exploratoria.

I. ANTECEDENTES HISTÓRICOS Y LEGISLATIVOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA: DE 1840 A 2014

A la hora de proceder a analizar la historia del gobierno corporativo, tendremos que hacerlo en paralelo con la de tres tipos de normas con distinto origen. Nos referimos a las que tienen su sede en el derecho de sociedades norteamericano; las que lo tienen en el New York Stock Exchange (NYSE) y en National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ); y, sobre todo, las que la tienen en la Securities Exchange Commission (SEC) en virtud de la facultad delegada que, en el ámbito que nos ocupa, le otorgan tanto la Securities Act de 1933[1], como la Securities Exchange Act de 1934[2].

Comenzaremos nuestro camino tras la guerra de Secesión, que es cuando se dieron las circunstancias socioeconómicas que originaron el nacimiento y meteórica propagación de la moderna sociedad por acciones.

1. De 1840 A 1890[3]. EL NACIMIENTO DE LA GRAN SOCIEDAD POR ACCIONES

1.1 EL *LAISSEZ-FAIRE* Y LA COMPETENCIA INCONTROLADA

La utilización del tipo legal de la sociedad mercantil capitalista, con responsabilidad limitada de los socios a su aportación al capital, tiene su época de esplendor entre los años 1840 y 1850, como consecuencia de la necesidad de grandes capitales para financiar la construcción de los ferrocarriles en los EE.UU. Para

[1] SEC, http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf.
[2] SEC, http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf.
[3] Eric Hilt, «Corporate ownership and governance in the early nineteenth century », Yale University, http://economics.yale.edu/sites/default/files/files/Workshops-Seminars/Economic-History/hilt-060503.pdf; para el estudio del gobierno corporativo de las sociedades del estado de Nueva York, con anterioridad a la guerra civil en los Estados Unidos, véase del mismo autor «When did ownership separate from control? Corporate governance in the early nineteenth century» http://www.nber.org/papers/w13093.pdf?new_window=1 .

entonces, la estructura de la sociedad por acciones (ya desde la East India[4]) tenía las características definitorias de la actual.

Desde un punto de vista ideológico, la doctrina filosófico-económica del *Laissez-faire*, basada en el individualismo de los primeros colonos norteamericanos, dominó la escena económica de aquel país, sobre todo tras la guerra civil. Esta versión de la economía de libre mercado, propugnaba una sociedad no regulada en la que los negocios, la competencia, e incluso el egoísmo, crearían beneficios para la sociedad en general y riquezas sin límite para los ciudadanos que tuvieran éxito en sus empresas.

El *Laissez-faire* hundía sus raíces en la filosofía de Locke, en concreto en su defensa de la libertad y de la propiedad individual; así como en la doctrina económica de Adam Smith y John Stuart Mill. Suponía el apoyo a la idea de que cada individuo debía perseguir su propio beneficio, en dura competencia con el resto de los ciudadanos. Ligada a la concepción de la absoluta libertad de la persona, estaba la de propiedad privada, que llegó a ser considerada como una extensión del propio individuo[5]. El disfrute de la propiedad era el medio a través del cual los ciudadanos podían ejercitar su libertad. Una libertad expresada mediante la posibilidad de realizar transacciones con otras personas, no sometidas a más limitaciones que las propias del mercado.

Esta corriente de pensamiento estaba, además, espoleada por las oportunidades económicas que se presentaron tras el final de la guerra de Secesión (1865). El resultado fue la constitución de una gran cantidad de empresas. Estas sociedades tuvieron que desenvolverse en un mercado sometido a una brutal y despiadada competencia estimulada desde la Universidad[6], el Gobierno y la Judicatura. El resultado fue devastador[7].

[4] Véase Alexander Schall para una aproximación desde la perspectiva de nuestro trabajo a la historia de las sociedades y de la separación de poderes en ellas: «Corporate governance after the dead of the king. The origin of the separation of powers in companies», *European Company and Financial Law Review* 8 (2011)4: 477.

[5] Lawrence E. Mitchell, *The speculation economy. How finance triumphed over industry* (San Francisco: Berrett- Koehler, 2007), 17.

[6] Véase a este respect, Martin J. Skalar, *The corporate reconstruction of american capitalism* (New York: Press Syndicate of the University of Cambridge, 1988); Ralph H. Gabriel y Robert H. Walker, *The course of american democratic thought* (Santa Barbara, California: ABC-CLIO, 1986), 231-5; John M. Keynes, *The end of Laissez-faire* (New York: Prometheus Books, 2004).

[7] Mitchell, *The speculation economy*, 17.

Debido a los desastrosos efectos de esta política, surgieron movimientos ciudadanos (como el denominado *Gospel Movement*[8]*)* que propugnaban una cierta forma de cooperación empresarial, sobre la base de principios cristianos, para de alguna manera mitigar los daños causados por la no regulada y desaforada búsqueda del beneficio[9]. No pudo ser.

1.2 CONCENTRACIÓN Y SHERMAN ACT

En efecto, como antes hemos mencionado, con la construcción de los grandes ferrocarriles[10] se empezó a utilizar de forma generalizada la *corporation*[11] como la forma social que ofrecía ventajas que eran impensables para los propietarios individuales, y para los socios de sociedades personalistas (*partnership*). En especial, la limitación de la responsabilidad, y la falta de una legislación que exigiera efectivos desembolsos, permitía a los socios emitir deuda y acciones sin efectivas aportaciones al capital social, de forma masiva[12].

La antes mencionada recomendación de cooperación entre las empresas, tuvo un cierto éxito, aunque solo entre las constructoras de ferrocarriles. Estas eran compañías que tenían que desarrollar su trabajo en varios estados, por lo que la cooperación entre ellas se impuso como alternativa claramente preferible a una competencia que, en este

[8] Este movimiento social liderado por el pastor protestante Washington Gladen tuvo una gran importancia en la segunda mitad del siglo XIX. Estaba integrado por un grupo de jóvenes economistas que en su mayoría habían estudiado en Alemania, y estaban muy influidos por la Escuela Historicista de pensamiento económico alemán (Historiche Schule der Nationalökonomi) de Edwinn Seligman. Desarrollaron una doctrina basada tanto en la regulación (o intervención del Estado) como en la cooperación. Entre ellos, estaba el que luego sería presidente de los Estados Unidos Woodrow Wilson. http://www.u-s-history.com/pages/h850.html.

[9] Mitchell, *The speculation economy*, 23. Estos economistas fueron contestados por la Escuela Económica norteamericana, principalmente por David Ricardo y John Stuart. Mill. Pero no obstante, especialmente Ely, Clark, Adams y Seligman, siguieron defendiendo la idea de que la cooperación había devenido un principio necesario de la organización económica, y que la competencia debería ser controlada a través de la intervención del Estado, si quería ser preservada. La competencia debería haber producido eficiencia; pero demasiado a menudo producía destrucción. La cooperación era la solución.

[10] John Micklethwait y Adrian Wooldridge, *The company. A short story of a revolutionary idea* (New York: Modern Library, 2003), 60. Las empresas de ferrocarriles fueron también las primeras en incorporar tanto un *management* independiente de la propiedad, dada la dificultad de gestión de las mismas, como los rudimentos de la contabilidad moderna.

[11] En el presente trabajo utilizaremos indistintamente su original en inglés (*corporation*) o su acepción española de «sociedad». Somos conscientes de que en nuestra legislación societaria existe, así mismo, como forma social de sociedad mercantil capitalista, la sociedad de responsabilidad limitada. Sin embargo, dada la estructura de las corporations en aquel país en general, y en especial de las sociedades cotizadas (*listed corporations*) a las que esta Tesis está especialmente dirigida, utilizaremos como equivalente funcional, salvo indicación expresa en otro sentido, la sociedad anónima. Véase Franklin A. Gevurtz, *Corporation law* (Minnesota: West, 2010), 1-3, en donde realiza una sencilla exposición de cuáles son los tipos de sociedades mercantiles capitalistas y personalistas, admitidas en el Derecho de los Estados Unidos.

[12] Véase David L. Dodd, *Stock watering: the judicial valuation of property for stock-issue purposes* (New York: Columbia University Press, 1930).

sector económico, era suicida. Sin embargo, esta incipiente cooperación entre sociedades pronto se vio obstaculizada por dos circunstancias bien distintas. La primera fue que los Estados federados intuyeron el peligro de perder el control sobre las sociedades domiciliadas en su territorio, lo que motivó que pusieran todo tipo de impedimentos a la fusión o a cualquier otro modo de cooperación empresarial[13]. En segundo lugar, el creciente miedo a los monopolios hizo que se aprobara también por los Estados federados, una legislación restrictiva de las fusiones y uniones; así como la prohibición de que las sociedades pudiesen ser propietarias de capital en otras sociedades. Para cuando el Gobierno federal aprobó en 1890 la Sherman Act[14], existían ya catorce estados que a su vez habían aprobado legislación antimonopolio. Si bien la etapa de la competencia total había sido superada por una nueva fase de mayor colaboración a través de las grandes concentraciones empresariales[15], eran ahora los estados los que se oponían —con cierta lógica y no mucho éxito[16]— a las mismas.

La reacción de las grandes sociedades a estas limitaciones no se hizo esperar. Sírvanos como ejemplo la estrategia seguida por la Standard Oil para burlar toda la legislación estatal que impedía tener participaciones en empresas de otros estados. Samuel C.T. Dodd, abogado[17] de Rockefeller, tuvo la idea de crear compañías en Ohio, New Jersey, Pennsylvannia, Maryland y New York, que serían las propietarias de los activos de la Standard Oil en cada uno de esos estados. Los propietarios del capital de estas sociedades, aportaban el mismo a un *trust*[18], el cual emitía resguardos

[13] Mitchell, *The speculation economy*, 26. Estas limitaciones en el caso de los ferrocarriles eran especialmente sangrantes, ya que en algunas ocasiones, para realizar un traslado de mercancía a través de varios estados, era necesario cambiar los vagones en cada estado, debido a que los anchos de vía eran diferentes. Esto creaba unos problemas de gestión logística importantísimos, y por lo tanto, un encarecimiento del transporte innecesario.

[14] Universidad de Nueva York, http://www.stern.nyu.edu/networks/ShermanClaytonFTC_Acts.pdf.

[15] «Between 1890 and 1904 huge waves of consolidation left most of the country industrial base in the hands of around fifty organizations, usually referred as trust». Micklethwait y Wooldridge, *The company*, 66.

[16] «The greatest wave of actual mergers came in the period 1897-1904, during which 4.227 American firms merged into 527 combinations. By 1904, some 318 trusts – most of which were center firms – were alleged to control two fifths of the nation manufacturing assets». Thomas K. McCraw, *Prophets of regulation* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1984), 98.

[17] «As general solicitor of Standard Oil from 1881 to 1905, he was its leading theoretician and publicist, as much ideologist as lawyer». Ron Chernow, *Titan*, 2ª ed., (New York: Vintage, 2004), 225.

[18] El trust es una institución jurídica propia de la *common law*, pensada para que el control y administración de un patrimonio estuviese en manos de una persona preparada y «honesta» —de ahí su denominación— mientras que los beneficiarios de ese patrimonio eran unos terceros. Andrew Verstein, «Trustee or delegate? Understanding representation to illuminate shareholder governance and regulatory change», *European Company and Financial Law Review* 1(2012): 74-100; Melanie B. Leslie, «Trusting trustees: fiduciary duties and the limits of default rules», *Georgetown Law Journal* 67 (2005): 94; Max M. Schazenbach y Robert H. Stkoff, «Did reform of prudent trust investment laws change trust portfolio allocation?», *Journal*

acreditando la aportación realizada. La consecuencia formal de esta figura era la unificación de todos los accionistas de las diferentes corporations en un mismo trust, mientras que la propiedad de estas compañías quedaba separada. El «trust» había nacido y con él la denominación para referirse a la combinación de varias formas organizativas[19] destinadas a crear una estructura legalmente permitida que agrupase las aportaciones al capital de distintas corporations[20].

Tras la entrada en vigor de la Sherman Act, diversas sentencias comenzaron a desmontar el claro fraude de ley en el que consistía la artificial construcción de este tipo de trust. Y así, en 1890, el más alto tribunal del estado de Nueva York declaró a la H.O. Havemeyer´s Sugar Trust, ilegal, debido al ardid de buscar la unificación del accionariado en un único trust; incumpliendo con ello la ley de sociedades de este estado. Esta decisión fue seguida en 1892 por la de la Corte Suprema de Ohio que obligó a segregar Standard Oil en diferentes empresas (Mobil, Exxon, Chevron, etc.).

1.3 LA «REVOLUCIÓN DE NEW JERSEY»

Ante esta nueva situación los legisladores del estado de New Jersey se dieron cuenta de que modificando su legislación, podrían atraer a su jurisdicción (y por tanto a su ámbito fiscal) a las más importantes empresas del país. La razón de fondo fue la necesidad imperiosa de dinero con el fin de poder atender el pago y amortización de la deuda pública emitida durante la guerra civil[21]. En el abogado James B. Dill encontraron la solución. Su plan tenía dos fases: la primera, la aprobación de una legislación específica, tal y como más adelante expondremos; y la segunda, la creación de una sociedad —The Corporation Trust Company of New Jersey— que tuviera como único objeto social, la promoción interestatal de las bondades de la nueva legislación. A estos efectos se imprimieron panfletos en los que se anunciaba que, contra reembolso, se enviarían los documentos necesarios para la constitución de la compañía. Una vez debidamente cumplimentados eran devueltos a la Secretaría de Estado de New Jersey, la

---

of Law & Economics 50 (2007): 681; Glenn Porter, *The rise of the big business* , 3ª ed., (Wheeling, Illinois, Wiley-Blackwell, 1973), 65.

[19] Alfred J. Warburton realiza una acertada exposición de las ventajas e inconvenientes de una y otra forma legal, así como una comparación empírica de la que concluye, «The results have implications for Corporate Governance design, suggesting that heightened fiduciary duties can enhance investor protection by mitigating agency conflict and lessening managerial risk taking, but at the possible cost of inferior risk adjusted performance». «Trust versus corporations an empirical analysis of competing organizational forms», *The Journal of Corporation Law* 36 (2010): 184.

[20] Mitchell, *The speculation economy* 29.

[21] Ibíd., 39.

que se encargaba de la debida inscripción de la misma en su registro[22]. Así de simple. Así de fácil. Coste: los gastos de correo.

De este modo, entre 1889 y 1913, se produjo en este estado una relajación de la normativa societaria que animó a muchas compañías a trasladar su domicilio social a su territorio. A pesar de las críticas de otros estados, continuaron con su estrategia legislativa hasta que su gobernador W. Wilson se presentó como candidato demócrata —y ganó— las elecciones presidenciales de 1913. En efecto, durante la campaña electoral, se produjo una dulcificación de la agresiva política de sus legisladores a este respecto. Solo una vez Wilson juró su cargo y ya instalado en la Casa Blanca, el Legislativo de New Jersey retomó de nuevo su audaz agenda reformista. Pero ya era demasiado tarde, otro pequeño estado se había adelantado: Delaware[23]. Este estado consiguió inicialmente atraer a las sociedades por un motivo exclusivamente fiscal: una rebaja del impuesto que gravaba la aportación inicial al capital de las sociedades que se inscribían en su registro[24]. Solo después desarrolló el cuerpo legal y los tribunales especializados que hoy en día fundamentan su liderazgo en cuanto al derecho societario se refiere.

Pero ¿qué es lo que realmente modificó el Legislativo de New Jersey, que a su vez, hizo cambiar la historia del derecho de Sociedades y financiero de los EE.UU? Los historiadores del Derecho[25] señalan la aprobación en este estado de la Holding Companies Act de 1889, como el origen de esta transformación. Esta nueva ley supuso un cambio radical en dos aspectos. El primero, es la autorización a las compañías registradas en este estado, para comprar y mantener en su activo acciones de otras sociedades[26]. Pero esto, aun siendo importante, tal y como dice Mitchell[27], no fue lo

[22] Ibíd., 40. Mitchell nos informa de que primero lo intentó en el estado de Nueva York, a cuyas autoridades no fue capaz de convencer sobre las posibilidades de su plan.

[23] «Delaware replaced New Jersey as the leading charterer of the largest industrial corporations –a position it has held ever since». Ralph Nader, Mark Green y Joel Seligman, *Taming the giant corporation* (New York: W.W. Norton & Company, 1976), 51; En 1929 «twelve thousand Companies claimed legal residence in a single office in down-town Wilmington "Delaware"». Micklethwait y Wooldridge, *The company*, 69.

[24] Harold W. Stoke, «Economic influences upon the corporation´s laws of New Jersey», *Journal of Political Economy* 38 (1930): 557.

[25] Don E. Mowry, «The abuse of the corporate charter», *Albany Law Journal* 69 (1907): 188. En Mitchell, *The speculation economy*, 42; Cfr. Fred Freeland, «History of holding company legislation in New York State: some doubts to the "New Jersey first" tradition», *Fordham Law Review* 24, 3 (1955): 369, en el que trata de demostrar que fue el estado de Nueva York el primero que aprobó estas políticas.

[26] «A holding company was allowed to exist as a finance company alone, to exist solely for the purpose of owning another corporation stock. In a complete perversion of the nineteenth century view of the corporation, the twenty century downed with corporations that had no specific business of their own». Mitchell, *The speculation economy*, 44.

[27] «New Jersey´s more critically important contribution both to the growth of the giant modern corporation and the American stock market». Ibíd., 45.

trascendental. El segundo y verdadero punto de inflexión fue la posibilidad de que estas sociedades pudiesen comprar acciones de otras sociedades, pagándolas con acciones propias. Esta, además, era una facultad que quedaba reservada en exclusiva al consejo de administración, sin necesidad de ratificación por los accionistas en junta general.

Bajo esta dinámica, y en la revisión de la General Corporation Act de 1896, se admitió la inscripción de cualquier sociedad en ese estado, siempre que tuviera un objetivo «legal», a lo que su sección séptima añadía que: «they might carry on their business in any state of the Union or in any foreign country»[28]. Es decir, se abandona por primera vez, el criterio seguido por todos los estados, de que tenía que existir una conexión entre el lugar elegido como domicilio social y la actividad mercantil real de la compañía. Por lo tanto y, según esta nueva legislación, una compañía podía inscribirse en este territorio sin necesidad de tener que realizar ningún tipo de actividad en el mismo.

Finalmente, en 1897 se aprobó una ley que protegía a los accionistas, directivos y consejeros de las sociedades domiciliadas en New Jersey, frente a cualquier reclamación realizada ante sus tribunales, pero conforme a la legislación de cualquier otro estado. Esta legislación se aprobó dieciocho horas después de que los directivos de la Sugar Trust, fueran demandados por supuestas irregularidades cometidas en la vecina Nueva York[29]. El círculo se había cerrado. El resto de los estados, tras unas primeras amenazas de represalias, optaron por seguir el mismo camino, la «*race to the bottom*[30]» había comenzado.

Efectivamente, tras el allanamiento legal del camino, y ante la salvaje competencia de aquel momento económico, las sociedades optaron por su fusión[31] o unión a través de diversas fórmulas jurídicas[32]. Esta concentración empresarial, nunca antes conocida, dio lugar al nacimiento de una serie de grandes monopolios, ante los que el Legislativo federal reaccionó, aprobando tal y como ya hemos comentado, la

[28] https://archive.org/stream/generalcorporati00newj#page/18/mode/2up.
[29] Stoke, «Economic influences upon the corporation´s», 576.
[30] Tal y como veremos a lo largo del presente trabajo, esta competencia entre los estados, también denominada por la doctrina *«race to the bottom»*, es uno de los elementos configuradores del Derecho de Sociedades norteamericano, así como del gobierno corporativo de sus sociedades. Haremos detallada mención al mismo en el capítulo II de esta Tesis.
[31] «The greatest wave of actual mergers came in the period 1897-1904, during which 4.227 American firms merged into 527 combinations. By 1904, some 318 trusts – most of which were center firms – were alleged to control two fifths of the nation manufacturing assets». McCraw, *Prophets of regulation*, 98; Melvin I. Uforsky, «Proposed federal incorporation in the progressive era», *American Journal of Legal History* 26 (1982): 160.
[32] Véase Naomi R. Lamoreux, *The great merger movement in American business* (New York: Cambridge University Press, 1985).

Sherman Act[33]. Pero era demasiado tarde: tanto la timorata aplicación de esta ley en su origen, como la deficiente técnica legislativa de su inicial redacción, no pudieron impedir la consolidación de la gran sociedad por acciones. Como dice Porter, «This did not happen universally or instantly, to be sure, but the corporation established its hegemony with relative speed and became the dominant institution in American society… The triumph of the corporation as the most powerful element in American life worked on many levels, affecting politics most immediately, reinforcing the prevailing gender, class, and ethnic order of American society, reshaping labor, and signaling the enshrinement of technology and science as the new American gods and consumption as a way of life. In short order the corporation would restructure much of society according to its own image[34]».

2. DE 1900 A 1930[35]. LOS ACCIONISTAS COMO INVERSORES

2.1 ACCIONISTAS DE «LA NUEVA AMÉRICA»

Las grandes sociedades, en las críticas palabras de Mitchell, «were squeezing out the individual entrepreneur, transforming workers owners into wage laborers and destroying the very nature of private property upon which American individualism and, with it, American democracy were built[36]». No obstante, incluso los que veían con preocupación esta transformación, también se daban cuenta de que la aparición de estas gigantescas corporations (así como el incipiente mercado en el que comprar y vender sus acciones), eran una magnífica oportunidad para que los ciudadanos llegasen a ser propietarios de alguna acción de la «Nueva América[37]».

[33] «The Sherman Act in practice proved an unclear guide: Its broad language raised problems of interpretation and left both business managers and government officials uncertain as to which commercial practices were being prohibited». McCraw, *Prophets of regulation*, 80.

[34] Porter, *The rise of the big business*, 94.

[35] Herbert Hovenkamp, «The classical corporation in american legal thought», *The Georgetown Law Journal* 76 (1988): 1593-688.

[36] Mitchell, *The speculation economy*, 96.

[37] En sentido contrario se manifestó la United States Industrial Commission, al expresar su preocupación, en 1902, por la pérdida del control de los trabajadores sobre su vida laboral. En efecto, esta comisión era muy escéptica con respecto a la posibilidad de que los trabajadores pudiesen, a través de la compra de acciones, acceder al gobierno de los nuevos mastodontes societarios: «in view of the enormous and increasing size of the units of industrial control, any expectation of an effective participation of Wage-earners in the government of the great industries by any method based on their individual ownership of the shares of the capital is chimerical». United States Industrial Commission, *Final Report* 19 (1902):804.

Tanto el Gobierno, como los principales líderes económicos, y la prensa, se lanzaron desde el principio del siglo XX a cantar las alabanzas de la inversión en bolsa, lo que dio lugar a un progresivo incremento en el número de ciudadanos estadounidenses que pasaron a ser propietarios de acciones. El primer gran problema con que se encontraron todos los actores del mercado, fue que en el inicio de este período histórico, simplemente no existía información[38] económico-financiera sobre las sociedades cotizadas. Y ello por dos motivos: uno, por la falta de voluntad de las propias sociedades que no querían dar información a la competencia y al regulador; y otro, por el estado cuasi embrionario en el que se encontraba la ciencia de la contabilidad. Pero según avanzaba el siglo, y por cuestión de imagen, fueron varias las empresas que empezaron a publicar, lo que podríamos denominar, los rudimentos de la actual información financiera. Entre las compañías –que por necesidad– fueron pioneras en el desarrollo de una contabilidad moderna, estaban las de ferrocarriles[39], que aunque la generaban inicialmente para consumo interno, lo cierto es que también servía como fuente de información a los posibles inversores.

2.2 LAS PRIMERAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN A LAS SOCIEDADES

En 1900 eran veintisiete los estados que exigían la formulación de cierto tipo de información, que debía de enviarse a la autoridad competente (aunque no accesible a los inversores). Así mismo, y desde 1866, el NYSE[40] demandaba a las empresas que cotizaban en este mercado la entrega de un informe anual de contenido económico financiero. Bien es cierto que raramente lo exigía[41]. No fue hasta 1897 cuando realmente se empezó a cumplir de forma más o menos general con este requisito[42]. De hecho, aquellas compañías que lo contravenían, simplemente aparecían en la lista de

[38] Véase David F. Hawkins, *Corporate financial disclosure, 1900-1933* (New York: Garland Publishing, 1986).

[39] Véase Alfred D. Chandler, Jr., «Accounting and statistical innovation», subapartado del capítulo «The railroads: the first modern enterprises, 1850-1860», en *The visible hand. The managerial revolution in american business* (Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press, 1977), 109-20. El autor realiza un repaso a las innovaciones contables creadas por estas compañías.

[40] «The NYSE´S listing standards have included governance rules for approximately 150 years; it was the NYSE that first required companies regular financial statements as well as to provide quarterly earnings announcements and asked for independent audits of financial statements». *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance* (2010): 1. http://www.nyse.com/pdfs/CCGReport.pdf.

[41] Mitchell, *The speculation economy*, 108.

[42] La Kansas City Gas Company fue la primera en anunciar ese año su intención de remitir, al menos semestralmente, información económico-financiera. NYSE, https://exchanges.nyx.com/steven-wheeler/nyse-requires-companies-publish-annual-reports-1895.

cotizadas con un asterisco que significaba que no respetaban todas las formalidades. A partir de este momento, poco a poco fueron presentándose balances ante el NYSE (que no cuentas de pérdidas y ganancias). Igualmente, fueron apareciendo formas alternativas de obtener información financiera, como fue la crónica de mercados que el Wall Street Journal comenzó a publicar en 1889, o los «*Manuals*» de John Moody en 1900[43].

2.3 INTENTOS INICIALES DE PROMULGAR UNA LEY FEDERAL DE SOCIEDADES

La cada vez más cruenta guerra legislativa entre los estados, y la falta de información uniforme sobre la situación económico-financiera de las sociedades, hizo que desde principio del siglo XX se alzaran muchas voces solicitando la aprobación de una ley de sociedades a nivel federal. (Ya veremos cómo esta demanda, ampliamente solicitada por eminentes profesores y políticos durante más de cien años, nunca ha tenido el apoyo necesario para su aprobación). En concreto, existían dos posturas distintas. Una, era la que planteaba que aquellas compañías que comerciaban en más de un estado quedasen reguladas por la nueva ley federal. Y la segunda, de más éxito, proponía que toda aquella sociedad que fuese a realizar comercio interestatal, debería obtener una licencia previa del Gobierno federal (aunque seguiría regulada por la ley del estado en el que se domicilió). Este movimiento estaba íntimamente unido a la lucha antimonopolística, y aunque fracasó en lo relativo a la aprobación de una ley de sociedades a nivel federal, sí que impulsó la creación de la Federal Trade Commission, del Department of Commerce y la aprobación de la *Clayton Antitrust Act*, todo ello en 1914. Pero sobre todo, influyó en la base conceptual e ideológica de las leyes que sobre valores y su mercado, fueron aprobadas en el New Deal[44].

En los siguientes años, se realizaron decenas de intentos por regular las sociedades a nivel federal, bien directamente, bien indirectamente a través de una revisión de la legislación antitrust[45]. En concreto, en la larga década entre 1900 y 1914, se presentaron en el Congreso sesenta y dos proyectos de ley a este respecto. Solo a

[43] John Moody fue, además, fundador de la *rating agency* que lleva su nombre. Moodys, https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx.
[44] Mitchell, *The speculation economy*, 115.
[45] McCraw, *Prophets of regulation*,108, en donde relatando la comparecencia de L. Brandeis ante el Clapp Committee de 1911, cita la forma en la que este gran jurista se dirige en general, a los monopolios y grandes concentraciones económicas, tildándolos de: «the curse of Bigness…that bigness itself was the mark of Cain, a sign of prior sinning».

partir del «pánico de 1907»[46], tal y como comentaremos, el legislador, por fin, vería con mayor claridad la idea de que la regulación de la gran compañía era un problema independiente del de los trusts. También la legislación sobre valores comenzó a fraguarse tras la misma crisis de 1907, pero siguiendo un camino independiente que culminó con la legislación aprobada tras la Gran Depresión de 1929. Esta última legislación, siguiendo a Mitchell[47], podemos decir que pasó por tres estadios distintos: a) el antitrust, b) el antiespeculación y c) el de protección de los intereses de los consumidores.

La acción legislativa más importante realizada a nivel federal, con el objetivo de aprobar una ley que regulase de forma general las sociedades, fue el proyecto Littlefield[48]. Esta propuesta fue aprobada por unanimidad en la Cámara de Representantes, y rechazada finalmente en el Senado. En la misma —cuyo único efecto colateral fue la creación de la Bureau of Corporations (la Oficina de Sociedades, dentro del Departamento de Comercio y Trabajo)— se recogían algunas disposiciones relacionadas (incipientemente) con el gobierno corporativo. En efecto, cada sociedad tenía que inscribir sus estatutos y también: «a full, true and correct copy of any and all rules, regulations, and bylaws adopted for the management and control of its business and the direction of its officers, managing agents, and directors». Además, exigía que la información fuera objeto de una formalidad especial, en la que: «the president, treasurer, and a majority of the directors of such Corporation shall make oath in writing on said return that said return is true[49]».

El Bureau of Corporations tenía como objetivo reunir información sobre los trusts y la industria, para remitírsela al Presidente de la nación, el cual podía publicarla, ejercitar acciones judiciales, o promover la aprobación de legislación específica que

[46] Tras unos años de subidas importantes (el DOW duplicó su valor entre 1904 y 1906), en 1907 se purgaron los excesos cometidos. En abril de ese año, la Bolsa de Tokio sufrió una caída importante. La falta de inversores interesados en la emisión de bonos realizada casi simultáneamente por Nueva York y San Francisco, así como los concursos de acreedores del ferrocarril urbano de Nueva York y la Westinghouse en octubre de ese año; y el anuncio de menores beneficios por la U.S Steel, hicieron el resto. A pesar de todo lo anterior, esta crisis fue una crisis bancaria, originada por la especulación que los bancos realizaron en el mercado de valores. Su efecto fue la aprobación de la *Aldrich-Vreeland Act* de 1908, la *Federal Reserve Act* de 1913 y finalmente la *Glass-Steagall Act* de 1933, que tal y como veremos, prohíbe a los bancos comerciales realizar funciones de bancos de negocios. Véase Ellis W. Tallman, «The panic of 1907». Federal Reserve Bank of Cleveland http://www.clevelandfed.org/research/workpaper/2012/wp1228.pdf; Robert Bruner y Sean D. Carr, *The panic of 1907. Lessons learned from the market´s perfect storm* (Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, 2007).

[47] Mitchell, *The speculation economy*, 138.

[48] Ibíd., 139. Senador republicano por Maine, elegido por T. Roosevelt como la persona indicada para liderarlo.

[49] Ibíd., 142.

regulara la materia objeto de estudio. Esta oficina desde su creación en 1903, hasta su fusión en 1914 con la Federal Trade Commission, además de realizar concienzudas investigaciones sobre distintos tipos de industrias[50], insistió en la necesidad de aprobar legislación federal que regulase la amplia variedad de problemas societarios existentes en aquel momento.

La publicación en 1904 de su primer informe[51] fue objeto de una viva polémica. En efecto, en él se recomendaban cambios radicales en la estructura legal de las sociedades y los trusts norteamericanos, que no eran del agrado de la élite político-económica. La feroz crítica que originó, centró su ataque en que la implantación de las soluciones propuestas supondría la pérdida de poder de los Estados en favor del Gobierno federal.

Los autores del informe (presididos por el abogado James R. Garfield) se percataron de que la velocidad a la que crecían las compañías, la necesidad de capital de las mismas, así como las uniones entre estas, habían permitido que las corporations norteamericanas fueran capturadas por el poder financiero (ibíd., 163). Precisamente el sector de la industria americana al que más criticaba el *Report*. En opinión de Mitchell: «The Bureau of Corporations understood that finance dominated industry. It did precious little about the matter» (ibíd., 164). Finalmente, y estudiada la anarquía legislativa existente entre los distintos Estados, el informe recomendaba que el Gobierno federal tomara el control sobre la regulación societaria, reorganizara el comercio interestatal y acabase con los abusos de la década anterior[52].

El pánico de 1907, y sus graves consecuencias económicas, significaron un punto de inflexión en la legislación sobre entidades financieras y valores mobiliarios. En efecto, solo después de esta crisis, el Gobierno de la nación tomó conciencia de la necesidad de aprobar una legislación a nivel federal que de alguna forma pusiese orden, no solo en la actividad bancaria, sino también en la regulación del mercado de valores y en la entonces caótica legislación societaria. Su importancia radica en que por primera

[50] Como la de carne de vacuno y la petrolera, que dieron lugar con el paso de los años a la aprobación de legislación antitrust específica de esas industrias. Mitchell, *The speculation economy*, 158.

[51] El 21 de diciembre de 1904, el presidente T. Roosevelt «delivered the first report of the Commissioner of Corporations to Congress». Ibídem.

[52] Véase «1. Aditional state action», «2. Delegation to states of control of interstate commerce», «3. Federal incorporation» y «4. Federal franchise or license system for intersatate» del epígrafe «Remedial legislation suggested by the above described work of the Bureau», http://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.39015065136049#view=1up;seq=52. En ellos se recogen las recomendaciones concretas que interesan a los efectos de este trabajo.

vez, se tratan de buscar (con desigual éxito) soluciones a estos problemas al margen de la hasta ese momento omnipresente legislación antitrust o antimonopolio.

Llegados a este punto, creemos necesario realizar una breve mención al Comité nombrado por el entonces Gobernador de Nueva York (estado en el que se inició esta crisis en 1907, por estar en él situado el mercado de valores más grande del país, y además ser sede de los principales bancos) Charles Evans Hughes[53]. Este Comité denominado oficialmente «Governor Hughes Committee on Speculation in Securities and Commodities»[54] tenía como objetivo determinar qué cambios eran necesarios en las leyes del estado de Nueva York relacionadas con «speculation in securities and commodities, or relating to the protection of investors, or with regard to the instrumentalities and organizations used in dealings in securities and commodities which are the subject of speculation[55]». Además, pretendía proponer las modificaciones legales necesarias para adelantarse (o desactivar) una previsible —y temida— intervención del Gobierno federal que pudiese afectar a la potestad legislativa que en esta materia venían ejerciendo los Estados federados, ante el (hasta entonces) aparente desinterés del Gobierno de la nación. Por ello, las principales propuestas del Comité fueron: que el mercado de valores se autorregulara de forma más eficiente (cosa que realmente el NYSE no hizo hasta que en 1913 el «Pujo Committee[56]» lo sometió a una presión insuperable); que se requiriera más información de las compañías que solicitaban cotizar en los mismos y finalmente, haciendo un verdadero acto de fe en la naturaleza humana, recomendaba a los inversores que confiaran en los banqueros y sociedades de honesta trayectoria.

2.4 EL INCREMENTO DEL NÚMERO DE ACCIONISTAS

Tras la crisis, en 1912 llegó la recuperación, y con ella los inversores comenzaron a comprar títulos de compañías industriales distintas de los ferrocarriles (que eran consideradas las más seguras). El número de propietarios de acciones se incrementó rápidamente, tal y como nos muestra el estudio del National Civic

[53] Véase Robert F. Wesser, *Charles Evans Hughes. Politics and reforms in New York, 1905-1910* (Ithaca: Fall Creek Books, 2009). En este libro se realiza un repaso pormenorizado a la vida de este influyente jurista y político de principios del siglo XX.

[54] Véase «*Governor Hughes` Committee on speculation in securities and commodities*», https://archive.org/stream/reportofgovernor00newyuoft#page/n3/mode/2up

[55] Ibíd., 1.

[56] Denominación oficial: Committee Apointed Pursuant House Resolutions 429 y 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit. Entregó sus acertadas y preocupantes conclusiones el 28 de febrero de 1913. http://info.publicintelligence.net/PujoCommitteeReport.pdf.

Federation´s Distribution of Ownership in Investment Subcommittee[57]. En este sentido Mitchell nos señala, «it was clear that the time has come for the stock market to fulfill the role in urban, corporate America that land had played in the early years of the republic…replacing Jeffersonian agrarian individualism with stock market individualism came to be a leitmotif of business leaders and can even be seen to have begun to become internalized in the culture[58]». En efecto, la propiedad de acciones, no solo era un efecto del individualismo tan arraigado en la mentalidad y primeros textos legales norteamericanos; sino que era también, al inicio del siglo XX, una obligación ciudadana. Tal y como dijo Frank Vanderlip, (vicepresidente del National City Bank): «Let the people own the stocks and bonds of the Corporation, and they become true owners of the country´s wealth[59]». A través de la expansión de la propiedad privada (no ya de la tierra, pero sí de las acciones) se querían conjurar el peligro del naciente movimiento socialista que en Europa empezaba a despuntar. La sociedad de los Estados Unidos había evolucionado, y la nueva realidad económica permitía diferentes posibilidades de ser propietario. La aceptación gradual de los valores mobiliario-financieros[60] como esta nueva forma de propiedad, fue transformando la ideología cimentada en la posesión de la tierra en una más volátil, basada en la promesa de futuros beneficios[61].

No obstante, el gran empuje vino como consecuencia del estallido de la Primera Guerra Mundial. En efecto, el Gobierno de los Estados Unidos, para financiar el inmenso esfuerzo bélico, aprobó la emisión de los llamados «*Liberty Loans*[62]», a través de los que se emitieron bonos que rendían un interés modesto, pero razonable (un punto menos que el interés del mercado que estaba entre cuatro y tres cuartos y cinco y un

[57] Mitchell cifra en medio millón el número de accionistas en 1899, y en doce millones en 1930. *The speculation economy*, 201; McCraw, aunque coincide en la cifra de 1899, la de 1930 la rebaja a los diez millones. *Prophets of regulation*, 163.
[58] Mitchell, *The speculation economy*, 98.
[59] *Wall Street Journal*, 26 de octubre de 1904, 1. En Mitchell, *The speculation economy*, 99.
[60] En palabras de Mitchell y Tusk, «Finance triumphed with a vengeance, offering the new class of shareholders seemingly more valuable gains than protective legislation. The laws that were drawn to serve finance, and a business movement that was financially driven, transformed the character of American business from industrial production to financial manipulation». Lawrence E. Mitchell y Dalia Tusk, «The financial determinants of American corporate governance: a brief history». En Kent H. Baker y Ronald Anderson (coordinadores), *Corporate governance. A synthesis of theory, research, and practice* (Hoboken. New Jersey. John Wiley & Sons, 2010), 19.
[61] Ibíd., 21.
[62] Sung W. Kang y Hugh Rockoff, «Capitalizing patriotism: the liberty loans of World War I», National Bureau of Economic Research, http://www.nber.org/papers/w11919.pdf?new_window=1.

cuarto). Cuando acabó la guerra, doce millones[63] de ciudadanos conocían, y en cierta medida confiaban, en el mercado de valores, en donde habían podido comprar y vender estos bonos. El salto a la compra de bonos corporativos o acciones, era ya fácil[64].

También el presidente W. Wilson[65] (1913-1921) trató de reconceptualizar la idea de «corporation», desde el punto de vista jeffersoniano[66] de la propiedad; es decir, fomentando que la clase media descubriera los valores mobiliarios como sustitutos de la propiedad de la tierra. Pero la separación entre la propiedad del capital y el control de la sociedad, tal y como tendremos ocasión de ver, limitaba la forma en la que el individuo podía ejercer esa propiedad. Las ideas reformistas de Wilson se centraron en conseguir la publicidad necesaria para lograr la competencia entre iguales, mediante el aseguramiento del equitativo acceso al capital, a la información y a las oportunidades, para todos aquellos ciudadanos con iniciativa. Finalmente, la desaceleración económica y la presión de las grandes sociedades que no querían más regulación, acabaron por ahogar parcialmente[67] los anhelos reformistas de este presidente. Hubo que esperar a 1929, y a que la mayor crisis económico financiera hasta entonces conocida, obligara al Gobierno federal a regular el libre mercado.

2.5 LA LEGISLACIÓN BANCARIA Y LOS PRIMEROS PROYECTOS DE LAS LEYES DE VALORES

No es posible dar una completa visión de las fuerzas que desde distintos ángulos conformaron la historia del derecho de sociedades norteamericano —y por extensión su actual sistema de gobierno corporativo— sin hacer una breve mención a la legislación bancaria. En efecto, si bien la National Banking Act[68] de 1863 y su reforma de un año después, trataron de mantener a los bancos fuera del negocio de la inversión en valores

[63] Mitchell, citando a Herman Thomas Warshow, lo cifra en 14,4 millones de accionistas. *The speculation economy*, 103.

[64] Véase James Kenneth Galbraith, quien amplia los datos sobre la expansión del número de accionistas, así como de las acciones contratadas diariamente en los años anteriores al Crash del 29. *The great Crash. 1929*, (Boston: Mariner Books, 2009), 15.

[65] Véase Arthur S. Link, *Wilson: the new freedom* (New York: ACLS Humanities E-Book, 2008). En este libro se recogen los discursos de la campaña electoral del presidente en 1912, y se pueden apreciar sus «*progressive roots*», así como su liberalismo incondicional; Ronald J. Pestritto, *Woodrow Wilson and the roots of modern liberalism* (New York: Rowman & Littlefield, 2005).

[66] Véase Jon Meachan, *Thomas Jefferson: the art of power* (New York: Random House, 2013); John Ferling, *Jefferson and Hamilton. The rivalry that forged a nation* (New York: Bloomsbury Press, 2013), 188-9.

[67] Recordar que bajo su presidencia se aprobaron la *Federal Trade Act*, creó la *Federal Trade Commission* que tenía como objetivo investigar y erradicar cualquier comportamiento ilícito en el comercio; también la *Clayton Antitrust Act*, y el *Federal Reserve System*.

[68] Bruce Champ, «The national banking system: a brief history», *Federal Reserve Bank of Cleveland*. http://www.clevelandfed.org/research/workpaper/2007/wp0723.pdf.

mobiliarios (es decir, limitando su actividad a la de meros bancos comerciales), la realidad fue bien distinta. Esta prohibición fue sorteada a través de la creación de sociedades filiales que eran las que realizaban todas las actividades propias de un banco de inversión. Aunque estas compañías de inversión tenían una personalidad jurídica distinta a la de sus bancos matrices, cumpliendo por tanto estrictamente con la letra de la ley, eran realmente, dos caras de la misma moneda. Y así, tal y como nos relata Peach[69], esta dependencia entre ambas sociedades (el banco participante y la inversora participada), llegó al extremo de que el National City Bank, junto con la compra de sus acciones, obligaba a comprar también las de su filial inversora. Hasta el punto de que las acciones de ambas sociedades estaban impresas, cada una, a un lado del mismo título o soporte material. Hubo que esperar a la Glass-Steagall Act[70] —que obligaba a separar la actividad inversora de los bancos de la actividad comercial— para poder terminar con tales prácticas.

Si bien en el siguiente apartado analizaremos con más detenimiento el nacimiento de la legislación de los valores mobiliarios financieros y sus mercados, en lo que al gobierno corporativo se refiere, podemos anticipar sus inicios en los años que abarcan el presente epígrafe. En efecto, la larga marcha hasta la definitiva Securities Act de 1933, estuvo marcada por la redacción de diversas propuestas que fueron preparando y conformando lo que luego sería la ley definitiva. El proyecto inicial fue el *Owen Bill* (1914), que fue el primer intento serio de introducir directamente medidas de protección al inversor. No fue aprobado. Le siguió el presentado en diciembre de 1915, con el expresivo título de: «A bill to provide a remedy for the relief of wronged and defrauded shareholders[71]», y en el que, entre otras acciones, se autorizaba al Fiscal General a investigar cuando una sociedad estaba siendo gestionada de forma que se lesionaran los derechos de los accionistas minoritarios[72]. Posteriormente se presentó el preparado por el representante demócrata por Texas John Marving Jones[73]. Este fue un proyecto que se centró en la publicidad de los términos de las ventas de los valores, más que en los datos de la sociedad emisora. Y finalmente, la realizada por el también representante demócrata por Colorado Edward Thomas Taylor[74]. En este caso sí que se

[69] William N. Peach, *The securities affiliate of national banks* (New York: Arno Press, 1975), 38-9.
[70] The Internet Archives (organización sin ánimo de lucro) https://archive.org/details/FullTextTheGlass-steagallActA.k.a.TheBankingActOf1933.
[71] Véase Mitchell, *The speculation economy*, 263
[72] Ibídem.
[73] U.S. House of Representatives, http://*history.house.gov*/People/Detail/15991.
[74] Ibíd., http://history.house.gov/People/Detail/22724.

exigía que el emisor publicitara la información necesaria para que el inversor pudiera tomar decisiones «inteligentes» a la hora de comprar o vender valores mobiliarios. Además, autorizaba al Gobierno a supervisar la autorregulación que a estos efectos podían realizar las sociedades, más que a evaluar —de forma más intrusiva— el comportamiento societario en sí mismo[75]. Ninguna de ellas fue aprobada.

Podemos concluir que, a pesar de los esfuerzos realizados por políticos de los dos principales partidos, con el objeto de que el Gobierno federal aprobase una ley general de sociedades, el resultado fue negativo. El Congreso rechazó siempre la idea de que la Administración federal pudiera aprobar normas sobre el gobierno y organización de las sociedades. Por el contrario, adoptó un acercamiento más limitado «designed to introduce larger measures of integrity, not into corporate governance, but rather into the corporate securities distribution and trading processes[76]».

2.6 ORIGEN INTELECTUAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO

La doctrina[77] ha señalado de modo casi unánime que la publicación del libro, en 1932, *The modern corporation and private property*[78] de Adof Berle y Gardiner Means, significó el inició del estudio —de forma metodológicamente ordenada— del gobierno corporativo de la sociedades. Fue en esta obra en la que de modo más preciso se supo entrever que con la gran sociedad cotizada, los intereses de la propiedad y los de la dirección divergían; dando lugar a lo que la ciencia jurídica de aquel país denominó «costes de agencia[79]». Pero lo cierto es que antes que ellos, hubo otros autores que fueron allanando el camino al desarrollo doctrinal sobre el que están fundamentadas las diversas teorías que pretenden hacer del gobierno corporativo un instrumento eficaz para el gobierno de las grandes sociedades. Entendemos que para una mejor comprensión del presente trabajo es necesario realizar un rápido repaso a sus aportaciones. Veremos como muchas de sus conclusiones —debidamente maquilladas— han sido vendidas en el siglo XXI como propias por algunos de los más considerados expertos en esta materia.

[75] Mitchell, *The speculation economy*, 264.
[76] Alphonse A. Sommer, «The impact of the SEC on the corporate governance», *Law and Contemporary Problems* 41 (1977)3: 118.
[77] William W. Bratton, «Berle and Means reconsidered at the century turn». *The Journal of Corporation Law* (spring 2001): 737-8.
[78] Adolf A. Berle y Gardiner C. Means, *The modern corporation and private property*, ed. 2009 (New Brunswick, New Jersey: Transaction, 1932).
[79] Los costes en los que debe incurrir la propiedad para evitar que el «agente» busque más su interés personal, que el de los propietarios que lo remuneran.

Durante los años veinte diversos autores fueron capaces de intuir que la separación del control y propiedad de las compañías, sería causa de graves disfunciones en el gobierno de las mismas, con consecuencias en la parte más débil de la relación de agencia. Estos autores también identificaron que la protección de los derechos del accionista debería ser la idea central sobre la que debía pivotar todo el Derecho de Sociedades. Fue durante esta década, cuando el gobierno corporativo pasó a ser un «*trend topic*» objeto de innumerables artículos, debates públicos, jornadas universitarias y, por supuesto, distintos libros que trataban tanto de descifrar el origen del problema, como de encontrar una solución al mismo.

The modern corporation and private property rompió con sus predecesores ya que fue capaz de aportar —a través de una técnica sofisticada y del análisis empíricamente efectuado sobre cuestiones legales y económicas[80]—, una descripción exacta de en qué consistía la separación entre propiedad y control. Formalmente, a través de una narrativa moderna y eficaz, sus autores nos legaron una fiel descripción de como la gran sociedad capitalista, había sido capaz de dominar la economía y la sociedad estadounidenses[81].

Adam Smith en *The wealth of nations* ya detectó que las divergencias de interés entre los directivos y los propietarios, podrían llegar a ser un insuperable problema en la eficaz gestión de la sociedad: «being the managers rather of other people´s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour and very easily give themselves a dispensation from it[82] ».

Pero realmente no fue hasta el inicio del siglo XX, con el desarrollo de las grandes sociedades, tal y como hemos visto, cuando esta materia comenzó a ser objeto de atención por parte de los estudiosos del Derecho.

[80] Observamos, así mismo, la interdisciplinariedad congénita al método en el estudio del Derecho en los EE.UU, al que nos referiremos con todo detalle en el capítulo II. Realmente los razonamientos contenidos en el libro descansan sobre conclusiones obtenidas del análisis de miles de datos que no hicieron sino mostrar (sobre todo a Berle) la trascendencia del problema, así como el desvalimiento de los pequeños accionistas.

[81] Harweel Wells, «The birth of corporate governance», *Seattle University Law Review* 33(2010)4: 1250.

[82] Adam Smith, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations* (Londres: Penguin, 1999), libro V, capítulo 1, 26. En Janet Dine y Marios Koutsias, *The nature of corporate governance. The significance of national cultural identity* (Northampton, Massachusets: Edward Elgar, 2013), 78.

En la exposición de las ideas de los autores elegidos, seguiremos el orden cronológico que nos marca la publicación de sus diferentes trabajos[83].

2.6.1 Louis D. Brandeis[84].

Conocido como «*The People´s lawyer of the Progressive Era*[85]», personificó el hartazgo popular frente al dominio absoluto de la vida económica de los EE.UU. por parte de los «*Big Business*». En efecto, Brandeis[86], en su libro *Other people´s money and how the bankers use it*[87] (1912), escandalizado por las investigaciones del «*Pujo Committee*», adelantó que: «the dispersion of share ownership left the bonds and stocks of the more important corporations…owned, in large part, by small investors, who do not

[83] En la elección de los autores hemos seguido el criterio de Hoverkamp, *Enterprise and american law*, 357-9; para una profundización en la influencia de estos autores en la legislación del New Deal, en especial las leyes sobre valores de 1933 y 1934. Véase Fred S. McChesney, «Intellectual attitudes and regulatory change: an empirical investigation of legal scholarships in the depression», *Journal of Legal Education* 38 (1988): 211.

[84] Este ilustre jurista comenzó su meteórica carrera como abogado de una firma de Wall Street, en donde se convirtió en experto en *corporate law* y la finalizó como miembro del Tribunal Supremo de los Estados Unidos. No podemos sustraernos a realizar un breve comentario a su célebre «Brandeis brief» de 1907. La razón es poner de manifiesto la impactante entrada del «*legal realism*» en el estudio del Derecho y en la jurisprudencia de los EE.UU. Brandeis aceptó defender al estado de Oregón en un procedimiento que ha pasado a la historia como «Muller contra Oregon». Una empresa radicada en ese estado, lo demandó por entender que se había extralimitado en su capacidad constitucional al aprobar una legislación que limitaba en número de horas semanales que las mujeres podían trabajar. La demandante solicitó que el Tribunal Supremo de ese estado, declarase la inconstitucionalidad de la norma por ir en contra de la libertad contractual. Lo llamativo de este caso (especialmente para un jurista europeo formado en un sistema de *civil law*) es la fundamentación que realiza Brandeis en su contestación a la demanda: de los cien folios, solo en tres su argumentación es jurídica, el resto no. Utiliza para demostrar la constitucionalidad de la norma, desde informes médicos, a estudios sociológicos, estadísticos, artículos de revistas científicas, informes de diversos organismos gubernamentales, y el testimonio de decenas de peritos ("*Non-legal materials*", en la terminología legal estadounidense). *Legal realism* en estado puro. Véase Nora Morag-Levine, «Facts, formalism and the Brandeis brief: the origins of a myth», *University of Illinios Law Review* (2013):1.; Ellie Margolis, «Beyond Brandeis: exploring the uses of non-legal material in appellate briefs», *University of San Francisco Law Review* (winter 2000): 299; University of Louisville http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/235. para texto completo del «Brief».

[85] Véase *Daniel* Rotgers, «In search of progressive movement», *Reviews in American History* (dec. 1982): 113. El autor trata de defender la homogeneidad como movimiento del *«progressive movement»* o *«progressive era»* como también fue llamado; Cfr. Peter G. Filene, «An obituary to the progressive movement», *American Quarterly* 22 (1970): 22. En palabras del primero, fue una corriente intelectual heterogénea, sobre la que se basó la acción política de los presidentes T. Roosevelt y W. Wilson. Conservadora en lo social, defendía en lo industrial la necesidad de evitar que las grandes sociedades de aquellos años acabaran con el tradicional modo de vida y democracia norteamericana. Rotgers conceptúa la expresión «*progressivism*» como antónimo de «*toryism and socialism*».

[86] «Brandeis embodied the popular revolt against the sudden domination of the nation´s economic life by big business», McCraw, *Profets of regulation*, 82. Respecto de los libros y artículos publicados por este jurista, McGraw lo compara con Lincoln: «it resembles Lincoln literature». Ibíd., 83.

[87] Louis D. Brandeis, *Other people´s money and how the bankers use it*, ed. 1995 (New York: Bedford Books of St. Martin´s Press, 1912). Este libro es la recopilación de nueve artículos suyos de gran eco mediático. La introducción al mismo la escribe el historiador legal Melvin I. Urofsky, quien realiza una breve pero interesante semblanza de su vida.

participated in the managing of the company[88]». El autor ya identifica como origen del problema la colocación del capital social de las compañías entre miles de pequeños y «*powerles*s» accionistas; pero concluye en su ensayo que esta separación a quien realmente beneficiará, no será a la dirección de la compañía, sino a los bancos[89]. Él, al igual que la mayor parte de la doctrina del momento, estaba alarmado por las proporciones y el poder que las grandes compañías estaban alcanzando y en especial por las relaciones que a través de los denominados «*interlocking directorates*[90]» se establecían entre las grandes sociedades y los bancos[91]. Como remedio a esta situación, proponía la «publicity as a remedy to social and industrial desease[92]».

Brandeis tuvo una activa participación tanto en la redacción de la Clayton Anti-trust Act de 1914 —ley que sustituyó a la *Sherman Act*— como en la de la Federal Trade Commission Act del mismo año. En 1916 fue nombrado juez del Tribunal Supremo de los EE.UU, en donde permaneció en activo hasta 1939, dos años antes de su muerte. Su expresión «*Other people´s money*» tuvo un éxito arrollador, siendo utilizada entre otros, por el presidente Franklin D. Roosevelt, en su mensaje al Congreso de 1933, en el que solicitaba precisamente la aprobación de una ley que regulara el mercado de valores[93].

2.6.2 Walter Lippman.

En su obra *Drift and mastery*[94] (1914) escribió,

> *When a man buy stock in some large corporations he becomes in theory one of his owners. He is supposed to be exercising his instinct of private property. But how in fact does he exercise that instinct, which we are told is the real only force in civilization? He may never see his property. He may not know where his property is situated. He is not consulted as his management. He would be utterly incapable to advice if he were consulted…the process which make him rich in the morning and poor in the evening, increase his income or decrease it,*

[88] Ibíd., 51.
[89] «The investment banker, through his controlling influence on the board of directors, decides that the corporation shall issue and sell the securities, decides the price at which it shall sell them, and decides that it shall sell the securities to himself». Ibíd., 53.
[90] Ibíd., 71.
[91] Ibíd., 83.
[92] Ibíd., 89.
[93] McCraw, *Prophets of regulation*, 114.
[94] Walter Lippman, *Drift and mastery* (Wisconsin: University of Wisconsin Press, 1989), 48. Filósofo y sociólogo, que sin embargo escribió sobre temas legales.

> *are inscrutable mysteries…No one has ever had a more abstract relation to the thing owned.*

Lippman se percata de que la propiedad de una compañía, a través de la titularidad de sus acciones, no es lo mismo que el ejercicio del derecho de propiedad sobre la tierra. Se cuestiona si el derecho de propiedad debe seguir entendiéndose como antaño, o si por el contrario, es necesario adecuarlo a la nueva realidad social[95].

Pero la diferencia fundamental entre Lippman y sus coetáneos, incluidos Berle y Means, es que él no vio la separación entre propiedad y control como un problema. De hecho, y tal y como afirma Wells[96], resulta sorprendente la poca atención que dedica a los accionistas. Así es, Lippman nos dice: «Scattered all over the globe, changing from day to day, the shareholders are the more incompetent constituency conceivable[97]». Los catalogaba como «decadentes» y por lo tanto no merecían ningún tipo de protección. Eran un vestigio del pasado que poco a poco tendería a desaparecer[98], con lo que sus funciones-obligaciones relativas al gobierno de la sociedad, serían asumidas por los directivos, por agencias gubernamentales, y por sindicatos de trabajadores evolucionados. De esta forma, los accionistas, privados de sus derechos de propiedad, serían transformados en puros prestamistas (ibíd., 51). Lippman pensaba que los directivos, una vez liberados de los accionistas, lo estarían también de las exigencias del «*profit system*»; y así utilizarían sus conocimientos y preparación para llegar a ser «*industrial stateman*», gestionando las compañías a favor del interés general de la sociedad civil[99]. Es importante percatarnos, que ya desde principios del siglo XX, estaba

[95] Ibíd., 50. En su capítulo III, «The magic of property», Lippman nos dice, «The trust movement is doing what no conspirator or revolutionist could ever do: it is sucking the life out of private property. For the purposes of modern industry the traditional notions have become meaningless: the name continues, but the fact is disappearing». Podríamos establecer como el equivalente del trust de inicios del siglo XX, al Mutual Fund de inicios del XXI. En efecto, creemos que también los Inversores Institucionales, están «chupando» o sacando la vida del derecho de propiedad tradicionalmente entendido. El nombre del derecho pervive, pero el haz de derechos subjetivos que lo conformaban ha sido radicalmente alterado. Veremos en este trabajo como este argumento, perfeccionado con el paso de los años, es utilizado de forma recurrente, tanto por los defensores de un derecho de sociedades y un gobierno corporativo comunitarista o pro *stakeholder*; como por los defensores de la *Shareholder Primacy*. En efecto, ambas posiciones tratan de redefinir y reconceptualizar la naturaleza jurídica de este derecho, con el objeto de amoldarlo a una u otra forma de entender la propiedad de las acciones de la moderna sociedad capitalista. Véase John Armour y Michael Whincop, «The property foundations of corporate law», *Oxford Journal of Legal Studies* 27 (2007): 429; Eric G. Furubotn y Svetozar Pejovich, «Property rights and economic theory: a survey of recent literature», *Journal of Economic Literature* 10 (1972)4:1137 y Clark Wolf, «Contemporary property rights, lockean provisos and the interest of future generations», *Ethics* 105 (1995)4: 791.

[96] Wells, *The birth of corporate*, 1258.

[97] Lippman, *Drift and mastery*, 48

[98] Ibíd., lo cual no deja de ser profético, en el sentido de que en 2014 en los Estados Unidos solo un 28 por ciento de las acciones de sociedades cotizadas están en manos de accionistas individuales. Investment Company Institute. 2015 fact Book. http://www.ici.org/pdf/2015_factbook.pdf.

[99] Ibíd., 8-9.

debidamente desarrollada la idea de que el accionista era un mero inversor, desinteresado del ejercicio de los derechos que la ley le otorgaba. Un siglo después se sigue insistiendo en la idea de que hay que conceder derechos a unos accionistas que, históricamente, nunca los han ejercitado. El problema ahora no es que no los vayan a ejercitar (que sería el menos malo de los escenarios) sino que los va a poner en práctica un nuevo tipo de inversores que nada tiene que ver con el pequeño ahorrador, ignorante e ingenuo, al que estos autores del «*progressive movement*» querían proteger.

2.6.3 Thorstein Veblen.

Discutió los problemas surgidos de la separación de la propiedad y el control en su libro titulado *Theory of business enterprise*[100] (1904) e insistió en ello dos décadas después en *Absentee ownership*[101]. En el primero realiza afirmaciones, que en cierta forma, adelantan la teoría que Berle y Means nos legaron en su *Modern corporation and private property*. Por ejemplo, cuando dice: «in so far as invested property is managed by the methods of modern corporate finance…the management is separated from the ownership of the property, more and more widely as the scope of corporations finance widens…the effect of modern finance is to dissociate ownership from management[102]». Para él la moderna corporation solo es un medio para la consecución de un fin lucrativo, no importando quién o qué quede en el camino. «It [la Sociedad] has only an absentee beneficiary´s interest in the work to be done. It is a pecuniary institution, not an industrial appliance. It is an incorporation of ownership to do business for private gain at the cost of any whom it may concern[103]». La separación que Veblen detecta, no es una separación entre accionistas y directivos, es más una separación entre dos clases de accionistas: los accionistas pasivos titulares de acciones sin voto (en aquellos años era una práctica muy habitual) y la dirección de la sociedad que era la propietaria de las acciones con voto.

2.6.4 William Zebina Ripley.

Profesor de Economía en la Universidad de Harvard desde 1901. De tradición «*progressive*», también señaló que la venta de bonos de guerra fue lo que transformó,

[100] Thorstein Veblen, *Theory of business enterprise*, ed. 2005 (New York: Cosimo, 1904).
[101] Thorstein Veblen, *Absentee ownership. Business enterprise in recent times: the case of America*, ed. 2009. (New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 1923).
[102] Wells, *The birth of corporate Governance*, 1260.
[103] Veblen, *Absentee ownership*, 83.

financieramente hablando, a la sociedad norteamericana,[104] y que su efecto, es decir, la ampliación o extensión de su base accionarial, sería un antídoto contra posibles problemas sociales.

En 1920 el NYSE lanzó una campaña promoviendo la idea de la «*shareholders democracy*[105]» universal, definiéndola como: «a modern form of propietary democracy distinguished by universal ownership of shares. In this "democracy type of capitalism", the maximization of shareholder´s returns was the most important consideration in corporate governance and economic policy[106]». En el mismo sentido, en 1925, el colega en Harvard de Ripley, Thomas Nixon Carver, trató esta materia en su libro *The present economic revolution in the United States*[107]. En efecto, Carves anunció: «that wide spread ownership would solve the "labour problem" by making small investors "small capitalist"».

En 1925, Ripley pronuncia la conferencia «*Two changes in the nature and conducts of corporations*». En la misma expone que los dos grandes problemas de la moderna sociedad eran: (i) la separación entre propietarios y directivos y (ii) la dispersión del accionariado. Avanzó lo que serían los modernos debates sobre gobierno corporativo, al centrar los mismos en los accionistas. Esta conferencia despertó gran entusiasmo, hasta el punto de que el New York Times del 29 de octubre de 1925 le dedicó dos columnas[108].

---

[104] William Zebina Ripley, *Main street and Wall Street* (Boston: Little, Brown and Company, 1927), 95. Este autor, a diferencia de las cifras señaladas en la nota 56, mantiene que en 1923 existían catorce millones de propietarios de acciones en los EE.UU.

[105] La creación de la expresión «*Shareholders democracy*», entendemos que perseguía dos objetivos distintos: uno político, dirigido a desactivar posibles problemas sociales (vista la situación en Europa), y otro económico, que pretendía hacer al accionista único (o máximo) beneficiario de la acción del management de la sociedad. A partir de los años veinte, el derecho de sociedades nunca más tuvo que ocuparse del daño que las sociedades podían infringir a los competidores o al público en general; desde ahora el objeto principal será el accionista. Véase Julia C. Ott, «The maximization of shareholders returns was the most important consideration in corporate governance and economic policy…in the 1920 to promote universal stock ownership, the self-styled "peoples market" (The NYSE) promulgated an ideology of shareholder democracy. It recast the corporation as a democracy of shareholders, the United States as a nation of stock owners, and the stock market as both an analogue and an instrument of political democracy and economic justice… the NYSE identified the maximization of investors returns as the paramount goal of state and corporate policy». «The free and open people`s market: political ideology and retail brokerage at the New York Stock Exchange, 1913-1933», *The Journal of American History* 96 (2009): 64; Cfr. Colleen A. Dunlavy, «Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights», *Washington & Lee Law Review* 63 (2006):1363-4 . Expone un origen de los términos «*corporate democracy*» *y «shareholder democracy*», con los que no podemos estar de acuerdo.

[106] Ott, «The free and open», 64. Es una de las primeras menciones, titubeante aún, a la idea de que la sociedad, debe ser exclusivamente gestionada en beneficio de los accionistas.

[107] Thomas Nixon Carver, *The present economic revolution in the United States* (Boston: Little, Brown and Company, 1925).

[108] Wells, *The birth of corporate governance*, 1268.

Ripley prosiguió con su cruzada —logrando que fuera el centro del debate público iusfinanciero ese año— hasta que publicó, en enero de 1926, un artículo titulado «From Main Street to Wall Street[109]» que causó de nuevo un gran impacto a nivel nacional. En este artículo, citando a Brandeis decía, «it is his (of every shareholder) business and his obligation to see that those who represent him carry out a policy which is consistent with the public welfare…This accountability for wealth underlines and justifies the whole institution of private property upon which the government of our great country is founded[110]». Como vemos Ripley tiene una mayor conciencia social, al entender que los accionistas debían solicitar a los directivos una política consistente con el bien común.

El nuevo sistema de propiedad[111] y control de las sociedades, —escribía Ripley en el mismo artículo— no solo amenaza a los accionistas, sino a todo el sistema económico. Critica duramente la emisión de acciones sin voto[112]; la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones (ibíd., 43); la posibilidad de emisión de acciones por debajo de su valor nominal (ibid., 46) y la no regulación del conflicto de intereses de los administradores (ibíd., 59).

El efecto de su artículo fue tal que el NYSE prohibió la cotización de acciones sin voto, Wells nos dice, «so laud was the public outcry that in February 1926 President Calvin Coolidge met with Ripley at the White House to discuss the problem of non-voting common stock[113]». Pero esta práctica abusiva era solo una anécdota con respecto al problema de fondo. Es decir la pérdida del control de la sociedad por parte de unos accionistas que, por otro lado, tampoco querían ejercerlo.

Ripley percibió desde su inicio, que la política impulsada por el NYSE y explícitamente avalada por el gobierno y la comunidad financiera, de incrementar a nivel nacional el número de titulares de acciones, era desde otro punto de vista, muy peligrosa. Por ello anuncia, «the important point to note is that the wider the diffusion of

[109] Ibíd., 1270. Nos narra como este artículo vio la luz en la revista *Atlantic Monthly*, una de las más leídas del país. Más tarde en 1927 fue publicado en un libro, al que dio nombre, junto a otros trabajos. En él Ripley explica el título, «Main Street and Wall Street have come to cross one another at right angles —Main Street— our synonym for this phenomenon of widespread ownership, and Wall Street, as applied to the well known aggregation of financial and of directorial power in our great capital centers».
[110] Wells, *The birth of corporate governance*, ibídem.
[111] Ripley, *Main Street*, 1. En su nota personal introductoria al libro, también afirma, «This [su libro], then, is really a study in the relation of property to civilization». Nuevamente aparece en estos autores su preocupación por lo que entienden que es un «derecho de propiedad» no aplicable a las nuevas «formas» de propiedad de sociedades.
[112] Ibíd., 42.
[113] Wells, *The birth of corporate governance*, 1273.

ownership the more readily does effective control run to the intermediaries[114]». Cuanto mayor sea el número de accionistas, más fácilmente resultará a un grupo minoritario y concertado, ejercitar el control sobre la mayoría. En efecto, trasladado este razonamiento a 2015, nos encontramos con que los accionistas que reclaman el control (inversores institucionales) son, precisamente, los intermediarios[115].

Entendía que la forma de limitar todos los abusos que relataba en sus artículos era, en general, la publicidad: «*nothing kills bacteria like the sunlight*[116]». En la década de los veinte, la información exigida era mínima, y por tanto la demanda de Ripley también modesta. En efecto, no pide información mensual o bimensual para los accionistas sino «only superficially in an abbreviated annual report». Para añadir en otro capítulo que «la demanda de publicidad como una cura a las presentes enfermedades societarias, debe ser situada en relación con la más amplia aspiración de democratizar el control de la sociedad[117]».

Su confianza en los accionistas era nula[118] —no solo en lo referente al control de la sociedad en sentido amplio— lo cual le hace manifestar, «once the people who own that property have allowed themselves to be utterly divorced from the exercise of their natural right to elect the directors and to influence, if not to determine, the corporate policy. For by such an abdication they give themselves over, body and soul —becoming mere wards, *non compos mentis*—, so far as control over their own affairs is concerned. It is all so absurd, theoretically, that it seems incredible. Yet here are the facts[119]». Sino también en lo referente al ejercicio del derecho de voto: «that stockholders never did, and never will, exercise their voting rights» (ibíd., 98); y a su implicación en la democratización de la dirección de la sociedad: «all parties agree that any plan for the greater democratization of corporate management which is based upon the expectation of a general active participation by the hole body of shareholders is bound to go wrong from the crossing of the wire» (ibíd., 129). Aunque no sale de su asombro, tiene

[114] Ripley, *Main street*, 95.
[115] En lo que se refiere a las primeras manifestaciones de lo que luego evolucionaría hasta llegar a ser la moderna inversión institucional, Ripley señala lo que él denomina el «*investment trust*» y la profesión de «*investment counsel*». Como ejemplo de esta nueva figura, cita la creación en 1926 por la Universidad de Columbia, del denominado «Faculty Investment Fund» cuyo propósito era patrocinar un «Mutual Cooperative Investment Group». Así mismo, menciona la propuesta de crear un «*christian bloc*» con la finalidad de «scrutinize investments from the ethical point of view». Ibíd., 108-9.
[116] Capítulo VII de su libro, de hecho lo titula «Impublicity». Ibíd., 208.
[117] Ibíd., 169. La traducción, recuérdese, es nuestra.
[118] Vemos como este patrón se repite constantemente en todos los autores citados: el accionista ni está, ni se le espera.
[119] Ripley, *Main Street*, 99.

asumido que esta situación es y será así: «no one expects it to be otherwise» (ibíd., 169). Luego ¿por qué otorgar un derecho a los accionistas que no van a ejercitar? Su solución al problema era la creación de una agencia pública permanente[120] que representase los intereses de estos, y que tendría como objetivo despertar el suficiente interés entre los mismos como para inducir, al menos a una minoría «inteligente», a tomar parte en la gestión de la compañía. Esta agencia federal, debería estar suficientemente facultada para asumir responsabilidades y realizar ciertas funciones tanto de control como de intervención en las juntas. Su primera misión sería la de promover la adecuada publicidad y exactitud de las cuentas de las sociedades, a través de una auditoría independiente (ibíd., 133).

Ripley cita como ejemplo la constitución, en la empresa privada, de este tipo de comités para afrontar situaciones de crisis, tal y como era el caso del «*Committee of the Common Stockholders*», creado por la Goodyear Tyre and Rubber Company (ibíd., 136). Tiene la percepción de que estos comités de crisis (muchas veces instados por los bancos acreedores) han resultado ser realmente provechosos para las compañías, obligando a los directivos a dar más publicidad y pedir autorización para la adopción de determinados acuerdos. Pero lo que él realmente persigue es la creación de una agencia pública, que se encargaría de la representación permanente de los accionistas en el consejo de administración de las sociedades[121]. En concreto, señala, «and the only way to secure it is to have a man or group of men who are entirely disinterested sitting in on "directors" deliberations but having no voice in their determinations…this idea impinges of course upon the proposal that such persons, sitting in, should be of the nature of public directors nominated by a governmental board» (ibíd., 135). El autor prosigue explicando que la labor más importante de ese comité, sería la elección de los auditores de cuentas, y para ello pone como ejemplo la legislación inglesa que ya entonces exigía su nombramiento obligatorio, así como su régimen de responsabilidad «auditors have been held liable for damages, even for the extend of criminal prosecutions, for indirect participation in the issue of false accounts» (ibíd., 134).

En agosto de 1926 escribió un nuevo artículo en el *Atlantic* titulado «Stop, look, listen! The sharesholder right to adecuate information». En él se centra en la falta de información a los inversores, citando ejemplos de empresas que la dan buena, mala o

[120] Ibíd.,132. En donde literalmente dice, «the institution of some permanent agency». Lippman ya adelantaba, tal y como hemos señalado, esta idea.
[121] Ibíd., 134.

regular. En esta nueva publicación se puede detectar un cambio en la forma de pensar de Ripley. En efecto, abandona el concepto de accionistas como activistas, para calificarlos de simples inversores[122]. Aunque hay excepciones[123], la inmensa mayoría de ellos, no tienen ni la necesidad ni la preparación necesaria para involucrarse en la gestión de la sociedad. Concluye que la información que él propone exigir, no hará a los accionistas más activistas, pero sí que formará unos inversores con más conocimientos y por lo tanto, más sensatos. Pero ¿cómo obligar a dar la información necesaria? No será ni a través de la autorregulación del mercado (es decir, el NYSE)[124] ni por la presión pública; solo se podrá obtener mediante la actuación de la Federal Trade Commission[125].

A finales de 1926, Ripley publicó un nuevo artículo titulado «More light!- and power too[126]». En este caso, además de reiterar las críticas de los anteriores artículos, atacaba las construcciones societarias piramidales que permitían el vaciado de las participadas. La solución de Ripley a todos estos abusos, seguía siendo «más regulación»[127]. Finalmente[128], sus artículos fueron publicados en el libro titulado *Main Street and Wall Street*[129] que fue un auténtico éxito de ventas[130]. Sus antecesores intelectuales, fueron Brandeis, Lippmann, y Wilson[131].

En efecto, tras este libro quedó asumido por la comunidad académica y por el público en general, que la división entre propiedad y dirección había creado unos problemas de difícil solución. Posteriormente, estas ideas fueron reivindicadas por

[122] Wells, *The birth of corporate governance*, 1275.
[123] Ripley, *Main Street*, 99. Cita como ejemplo de accionistas activistas a los hermanos Cabot, que lograron la reducción de la semana laboral en la United States Steel Corporation, a través de sus intervenciones en la junta general de esta sociedad.
[124] «Fortunately the practice of issuing current statements of the course of business is steadily growing, responding in a considerable degree to the initiative of the New York Stock Exchange, beginning in 1926. A census showed that 242 out of 957 companies then listed on the Exchange were making quarterly reports, 79 were reporting semiannually, 339 issued annual statements, and 297 companies had no agreement with the Exchange respecting the issuance of such statements». Ripley, *Main Street*, 187.
[125] Wells, *The birth of corporate*, 1276.
[126] Ripley, *Main Street*, 276.
[127] Wells, *The birth of corporate*, 1280.
[128] En enero de 1927 sufrió un grave accidente de coche, causándole una lesión cerebral de la cual nunca se recuperó.
[129] El primer capítulo de este libro es la intervención que W. Wilson —entonces decano de la Facultad de Derecho de Princetown— dirigió, en 1910, a la Conferencia anual de la American Bar Association en Chattanooga, Tennessee.
[130] Evans Clark, se hacía eco del inesperado éxito del libro: «why did a campaing waged by this Harvard economist gain so much attention?». «Clearing house in Wall Street», New York Times, 13 de febrero de 1927, en Wells, *The birth of corporate governance*, 1283.
[131] Ibíd., 1280. Wells cita a estos cuatro. En cuanto a Wilson, nos es difícil casar su posición doctrinal en 1910, con la que mantuvo siendo gobernador de New Jersey, al autorizar la creación de las *holding companies*, tal y como señalamos en el apartado 1.1.3. anterior.

autores como John H. Sears en *The new place of the Stockholder*[132], en el que de una forma más llana trata de explicar a los lectores no formados el problema del «coste de agencia» surgido con la separación de propiedad y control; o como Maurice Wormser, profesor de Fordham, que en su libro *Frankestein Incorporated*[133] —y tras criticar las mismas actuaciones ya mencionadas por Ripley— postulaba también la aprobación de una ley de sociedades a nivel federal[134].

2.6.5 Adolf Berle y Gardiner C. Means.

Su obra *The modern corporation and private property*, de 1932, eclipsó todas las de los autores anteriores.

Berle[135], abogado de reconocido prestigio en Nueva York, y también profesor en Harvard, recibió una beca de la Laura Spellman Rockefeller Foundation para realizar un estudio sobre la moderna «corporation». La fundación exigió que el estudio —que finalmente se convertiría en el libro *The modern corporation and private property*— fuese elaborado junto con un economista[136]. Berle eligió a Gardiner C. Means, graduado en Ciencias Económicas por la Universidad de Columbia, que comenzaba a realizar labores de investigación en Harvard, en donde precisamente atendía los cursos de Ripley sobre «Sociedades e Industria[137]».

El libro se publicó finalmente en 1932, y aunque la primera editorial fue Corporation Clearing House, rápidamente, y ante el potencial de la obra detectado entre los primeros lectores, fue adquirida por la más importante editora, Macmillan. Esta última consiguió hacer de un libro académico, un éxito de ventas sin precedentes en el campo del Derecho en los Estados Unidos. Por todos es conocida la larga lista de elogios dirigidos a este trabajo desde las más relumbrantes tribunas académicas de aquel país[138].

---

[132] John H. Sears, *The new place of the stockholder* (New York: Harper, 1929).
[133] Maurice Wormser, *Frankenstein incorporated* (New York: McGraw-Hill, 1931).
[134] Wells, *The birth of corporate Governance*, 1286.
[135] Véase Fenner Stewart, «Berle´s conception of shareholder primacy: a forgotten perspective for reconsideration during the rise of finance», *Seattle University Law Review* 34 (2011): 1457-1499, en donde en su página 1460, señala que Adolf Berle entró en la Universidad de Harvard con 14 años, siendo el alumno que más joven se ha graduado en la Facultad de Derecho de esta universidad. Recién licenciado estuvo un año de prácticas en el despacho de Louis Brandeis en Boston.
[136] Nuevamente vemos la interacción entre las dos ciencias.
[137] Wells, *The birth of corporate Governance*, 1287.
[138] Ibíd., 1287. Recogen una amplia muestra de críticas positivas al libro; Cfr. Oliver E. Williamson, «Corporate board of directors: in principle and in practice», *Journal of Law Economics & Organizations* 24, issue 2 (2009): 268.

Bratton[139] sostiene que el éxito del libro fue el diagnosticar correctamente una situación existente en casi todas las sociedades cotizadas en los Estados Unidos: los diferentes intereses que enfrentaban a la propiedad y la dirección de la sociedad. Para este autor, el texto del libro es deudor de la forma de pensar del «*Progressive Movement*», así como de la escuela del Realismo Legalista que se dio en los Estados Unidos entre los años veinte y treinta (al que haremos mención en el epígrafe 2.1 del siguiente capítulo).

Aunque inicialmente Berle era un decidido defensor de la autorregulación[140], su posición cambió tras leer los estudios de Means, en los que demostraba que un tercio de la riqueza del país se encontraba controlada por las doscientas mayores compañías[141]. La conclusión fue que el poder económico estaba siendo concentrado en manos de un pequeño grupo de directivos, por lo que tras el Crash del 29, se posicionó claramente a favor de la intervención del gobierno, vía regulación.

El libro avanza —sólo en su último capítulo— una idea hoy defendida por los Constituencies Rights Defenders[142]; y es la de que si los accionistas han abandonado[143] sus responsabilidades en lo referente a la defensa y control de la propiedad de la

[139] William W. Bratton, «Berle and Means reconsidered at the century´s turn», *The Journal of Corporation Law* (spring, 2001): 739-0.

[140] Adolf Berle, *Studies in the law of corporate finance* , ed. 1985 (Buffalo, New York: Williams S. Hein, 1928).

[141] William W. Bratton y Michael L. Watcher, «Shareholder primacy´s corporatist origins: Adolf Berle and the modern corporation», *The Journal of Corporation Law* 34 (2008):107.

[142] Debemos mencionar (aunque no entrar en su análisis) la fecunda controversia doctrinal que se suscitó en las páginas de la *Harvard Law Review*, en 1932, entre Adolf A. Berle y Merrick E. Dodd. Como consecuencia de la misma se ha querido ver en Berle, de forma errónea, al padre intelectual de la *Shareholder Wealth Maximization*, y a Dodd, como defensor de una postura más social o progresiva. No obstante, la posición final de Berle fue realmente la que defendió en las tres últimas páginas de su libro. Es decir, una visión de la sociedad mucho más en sintonía con las posiciones comunitaristas o *progressives* que con la SHWM. Véase Stewart, *Berle´s conception*, 1457. Este autor afirma que una parte importante de la (equivocada, insistimos) atribución a Adolf Berle de la paternidad intelectual de la *shareholder primacy*, se debe a la publicación del trabajo de Henry Manne, «Some theoretical aspects of share voting. An essay in honor of A.A. Berle», *Columbia Law Review* 64 (1964): 1427-1445. Es ahí donde interpreta erróneamente su trabajo; Stewart, realiza dos interesantes afirmaciones, la primera en la página 1458:

> *While Berle believed that the democratization of the shareholder class would make the corporation a tool for the wider polity, Manne used shareholder primacy to focus managerial efforts on economic efficiency. When Manne's thoughts on shareholder primacy were married with those of Ronald Coase's on transaction cost theory, what emerged was a powerful reconceptualization of the corporation in legal thought. With the success of Manne's perspective, the shareholder wealth maximization norm was born, firmly defining the interest of shareholders and planting the seeds for the financialization of the firm*…; y la segunda en la 1459 *understanding of Berle's argument, providing a clear observation point for examining the shift from his shareholder primacy argument to the one of today. This shift is a transition from promoting shareholder primacy in order to protect minority constituents to promoting shareholder primacy in order to protect majority rights and the right of exit for any disgruntled minority.* Stewart, *Berle´s conception*.

[143] En otro libro posterior Berle insiste en que los accionistas han rendido (*have surrendered*) su derecho a votar. *Power without property* (New York: Hardcourt Brace, 1959), 56.

compañía, otros stakeholders deberían incluirse junto a ellos como beneficiarios o destinatarios de la acción de la sociedad, (esta idea ya la había adelantado Lippman, ver *ut supra*). Las sociedades, por tanto, podrán ser requeridas para pagar salarios dignos, dar seguridad en el trabajo, atender las necesidades reales de los clientes y proveedores, así como ser respetuosas con el medio ambiente. Es decir, no solo para maximizar el valor del accionista. La dirección debería evolucionar en el sentido de ser una «*purely neutral technocracy*[144]».

En el texto inicial del libro, Berle y Means anunciaban ya la necesidad de reconceptualizar el sacro santo derecho de propiedad en los Estados Unidos. En efecto, la nueva propiedad sobre las acciones generaba muchas dudas: «The explosion of the atom of property (has divided ownership into nominal ownership and the power formerly joined to it) destroys the basis of the old assumption that the quest for profits will spur the owner of industrial property to its effective use. It consequently challenges the fundamental economic principle of individual initiative in industrial enterprise. It raises for reexamination the question of the motive force back of industry, and the ends for which the modern corporation can be or will be run[145]».

Tras esta afirmación, prosiguen «no existe razón o justificación para asumir que todos los beneficios deban, automáticamente, corresponder a los accionistas[146]». A partir de ese momento, este argumento es incorporado por toda la doctrina comunitarista o *progressive* en la exposición de su concepción de la corporación. En efecto, una parte importante de la construcción intelectual de Berle y Means en este libro, descansa sobre una revisión del concepto o naturaleza jurídica del derecho a la propiedad[147]. A través de ella, quieren adecuar el mismo a la situación jurídica que conlleva la propiedad de acciones del capital de una sociedad cotizada. En concreto, el debate se sitúa en si la propiedad de tales acciones significa realmente también la de la sociedad (aspecto este que ha sido muy discutido por la doctrina estadounidense desde el inicio del siglo XX, ya que los socios, obviamente, no pueden usar ni enajenar los bienes sociales), o estamos ante un derecho de propiedad «especial» que simplemente convierte a los accionistas en los «*residual claimant*s» —como defienden los

[144] Berle y Means, *The modern corporation*, 312.
[145] Berle y Means, *The modern corporation*, 9.
[146] Ibíd., «Preface» a la edición de 1967, XXVIII.
[147] Tal y como en repetidas ocasiones mencionamos en esta tesis, el pensamiento legal estadounidense, tan influenciado por el *Legal realism*, realiza un acercamiento a la naturaleza jurídica de las diversas instituciones del Derecho, de forma interdisciplinar y mucho más liviana ("de puntillas", si se nos permite la expresión) y práctica que la europea.

contractualistas — tal y como expondremos en el capítulo segundo de esta Tesis. No es necesario recordar que el libro lo titulan *The modern corporation and private property*[148].

En el «Preface to the reviewed edition» de la edición de 1967, Berle se pregunta «¿No deberíamos reconocer que ya no estamos utilizando los derechos y deberes de la propiedad en el sentido tradicional? ¿Sigue siendo aplicable la lógica del concepto tradicional de propiedad?[149]» Según esta, un propietario que ejercita realmente un control sobre sus bienes, está protegido por la ley en el sentido más amplio de aquel derecho. De esto se deriva que si un propietario ha cejado en la defensa de su propiedad, «¿debería ser igualmente protegido por el derecho? ¿no podría este propietario haber modificado su vínculo con sus bienes, hasta el punto de cambiar la lógica aplicable a su relación jurídica con los mismos?[150]». La contestación a esta pregunta, no está solo en la ley —prosiguen estos autores— sino que debe buscarse en la base socioeconómica[151] de la misma[152].

En el señalado «Prefacio[153]», y en el mismo sentido, argumenta que, en la moderna sociedad mercantil capitalista del siglo XX, el propietario ya no es un suministrador de capital. Este se obtiene emitiendo bonos, a través de financiación bancaria o mediante el no reparto de beneficios (él cifra el capital realmente aportado por los accionistas exclusivamente en un 20 por ciento). La compañía es la propietaria de ese capital, por lo que el accionista es un beneficiario pasivo del mismo. Prosigue con un argumento derivado del anterior: los mercados tampoco tienen como función principal la búsqueda de capital[154], sino dar liquidez a los propietarios de las

[148] Ripley en *Main Street,* en su nota personal introductoria al libro, también afirma, «this [su libro], then, is really a study in the relation of property to civilization».
[149] Vuelve a incidir en esta idea años después en su obra *Power without property*, 60-71.
[150] A. Berle y G. C. Means, *The modern corporation and private property*. «Preface» a la edición de 1967, XX.
[151] Vuelve a verse la influencia del «*legal realism*» y se intuye la que en 1970, y tras la aportación académica de la denominada «Escuela de Chicago», se convertiría en la Escuela del Análisis Económico del Derecho (AED).
[152] Este argumento sobre la limitación del «absoluto» derecho de propiedad en los EE.UU. en el sentido de asimilarlo más a su concepción «limitada» o europea, es la base teórica sobre la que muchos *constituencies*, fundamentan su posición. Véase Dine y Koutsias, *The nature of corporate*, 80.
[153] Berle y Means, *The modern corporation*, «Preface» a la edición de 1967, XXVII.
[154] Mitchell, en 2014,reelabora este argumento, en una interesante aportación. Para este autor, la legitimación del derecho de voto de los accionistas (y por lo tanto a participar de forma indirecta en la gestión de la sociedad, a través de la elección de los consejeros) reside en la contribución que estos realizan a la sociedad, al objeto de que esta produzca los bienes y servicios para los que fue creada, y en último término, ayude a la creación de riqueza y por tanto a la consecución del bien común. Esta contribución o aportación ha sido, tradicionalmente, la aportación del capital necesario para el desarrollo y financiación de la actividad industrial o de servicios. Mitchell argumenta, que el actual tipo de accionista, no solo no aporta capital, sino que además, es «*net consumer of corporate equity*». Es más —prosigue— sus políticas

acciones[155]. Para finalizar «el derecho del accionista a utilizar el dividendo, o a disponer del valor que resulte de la liquidación o venta de sus acciones como a él le plazca, se entiende como una cautela en defensa de su derecho a ordenar su propia vida[156]». Pero no como una consecuencia del derecho de propiedad sobre la sociedad.

Realizan, así mismo, una interesante mención a las «*intermediate institutions*» que, en cierta forma, son las antecesoras de los actuales inversores institucionales: «the significance of the intermediate institutions is twofold. First, they vastly increase the number of citizens who, to some degree, rely on the stocking form of wealth. Second, they remove the individual still further from connection with or impact on the management and administration of the productive corporations themselves[157]».

Es una apreciación, desde nuestro modesto punto de vista, que intuye la esencia del problema, surgido casi cien años después, con los inversores institucionales[158]. A través de esta sistematización del contexto estadounidense de las sociedades cotizadas en la década de los treinta, los autores no quieren sino poner de manifiesto esta incontestable realidad, y tratar de limitar una situación de deterioro societario que en aquellos años alcanzó su cénit[159].

---

inversoras influyen directamente en el comportamiento de la dirección, ya que hace que esta se fije más en el precio de la acción y en el corto plazo, en detrimento del «long term business wealth». La respuesta lógica a esta situación, es que los derechos de los accionistas deberían, teóricamente «*be eliminated, and certainly not expanded or enhanced*».

Pero los datos nos muestran con absoluta claridad, es que hasta el final de la década de los 70, la actividad de las empresas era financiada a través de los beneficios obtenidos y no repartidos, y a través de deuda. A partir de esa fecha y con la llegada de los inversores institucionales, se disparó el pay-out de las compañías, y la financiación de su actividad se fio casi en exclusiva a la deuda. Son por lo tanto los acreedores, los verdaderos propietarios de las sociedades. Han sido escasísimos los casos de ofertas públicas con emisión de acciones que tuviesen como fin primordial la obtención de recursos para la financiación de la actividad. Los accionistas han sido, por tanto consumidores, en vez de proveedores de capital para la compañía. «*The argument for expanded sharholders rights can not be supported by the idea that shareholders contribute value to American industrial production and thus financial growth*». Lawrence E. Mitchell', «The legitimate rights of public shareholders» (2009), http://ssrn.com/abstract=1352025.

[155] A. Berle y G. C. Means, *The modern corporation and private property*. «Preface» a la edición de 1967, XXXIII.

[156] Ibíd., XXXIX.

[157] Ibídem.

[158] A. Berle, *Studies in the law*, 36. En Bratton, *Berle and Means*, 752. En este artículo Berle avanza de nuevo los posibles efectos beneficiosos que los inversores institucionales producirían en relación con el control del management: «Suppose…trust companies were in the habit of accepting, on custodian account, deposits of stocks from small shareholders, thereby gathering many small holdings into an institution commanding a block so large that protection was worthwhile, and that they also provided themselves with power to represent the depositors of stock. Such institutions could easily keep themselves informed as to the affairs of the corporation…and, as representing their clients, could take the action necessary to prevent or rectify violations of property rights». Años después observa, ya con recelo, los embriones de lo que hoy en día son los inversores institucionales. *Power without property*, 55-7.

[159] Berle y Means, *The modern corporation*, 67. Como concreción del aluvión de cifras con el que Means acredita sus afirmaciones, los autores clasifican los diferentes «grupos de control» que pueden existir: 1) el

El libro finaliza con una conclusión un tanto ingenua[160], al anunciar el fin de la corporation como entidad privada (o sometida al derecho privado), el abandono de la obtención de beneficio como fin de la sociedad, y la transformación del control egoísta de la sociedad en un control «purely neutral technocracy, balancing a variety of claims by various groups in the community and assigning to each a portion of the income stream on the basis of public policy rather than private cupidity[161]».

Los autores señalan que, en la lucha entre el refuerzo de los derechos de los «propietarios pasivos[162]», o la atribución de facultades más o menos incontroladas a los directivos, cabe una tercera posibilidad. En efecto, por un lado aquellos propietarios (pasivos), rindiendo el control y la responsabilidad a la propiedad activa, han claudicado en el derecho a que la sociedad sea gestionada únicamente en su propio interés. Han relevado a la sociedad de su obligación de protegerles hasta los límites determinados por el tradicional concepto de propiedad. Al mismo tiempo, los grupos de control a través de la extensión de sus poderes han roto, en su propio interés, las fronteras tradicionales que requerían que la sociedad fuese gestionada exclusivamente en el beneficio de los propietarios pasivos. Esta situación —prosiguen Berle y Means— permite a la comunidad civil poder solicitar que la moderna corporation, sirva, no solo a los propietarios o a los que la controlan, sino a toda la comunidad[163]. Efectivamente, se da la paradoja de que muchas veces son los stakeholders, distintos a los accionistas, los que ejercitan un control sobre la dirección, mucho más eficaz que el de los propios accionistas (en especial bancos, empleados y clientes).

3. DE 1930 A 1970. NUEVAS LEYES, LA *SECURITIES EXCHANGE COMMISSION*. EL «*MANAGERIALISM*»

control a través de casi la totalidad de la propiedad; 2) control mayoritario; 3) control a través de una institución jurídica pero sin mayoría 4) control minoritario y 5) control por la dirección.

[160] Véase Gerald F. Davis, «The twilight of the Berle and Means Corporation», *Seattle University Law Review* 34 (2011): 1129. Este autor entiende que ya no se dan las premisas que Berle y Means anunciaron en su libro. En concreto, en el siglo XXI, la gran sociedad cotizada se caracteriza por: una reducción en el número de accionistas (entorno a los inversores institucionales); estancamiento en el número de activos y trabajadores (subcontratas en países del tercer mundo, o fenómeno de la «Nikecización»); en los Estados Unidos las empresas son, cada vez más, creadoras de tecnología; y por último, el gran declive en el número de sociedades cotizadas (en 2010 eran la mitad que en 1997).

[161] Berle y Means, *The modern corporation*, 312-3.

[162] Ibíd., 312. El texto original los denomina «*passive property*».

[163] Ibídem.

3.1 LAS LEYES

La Securities[164]Act de 1933 fue una respuesta conservadora[165] a la crisis económica conocida mundialmente como «La Gran Depresión». Pero mucho más que la depresión o el precedente Crash de la Bolsa, fue «The Pecora Committee[166]» el que influenció el carácter de esta ley, así como el de la Securities Exchange Act, aprobada el año siguiente para crear y regular la SEC[167].

El principal propósito de estas leyes[168] era ordenar y normalizar el efectivo suministro de información veraz, que permitiría a los ahorradores realizar inversiones informadas y a los accionistas ejercitar sus derechos efectiva e inteligentemente. No obstante, el Congreso parecía querer excluir el uso de la información (*disclosure*) como mecanismo regulatorio, esto es, la utilización de la información con el objeto de condicionar las conductas de la sociedad[169] a través de la intromisión de las agencias gubernamentales en la gestión de las mismas[170]. El Act del 33, asimismo «atacó» los escandalosos márgenes comerciales de los «*brokers*», las prácticas especulativas (especialmente se regularon las ventas en corto), y exigió información financiera relevante (y exacta) a todas las sociedades que cotizasen en alguno de los mercados regulados[171]. No es necesario señalar que estos cambios supusieron auténticas

[164] McCraw, *Prophets of regulations*, 160. Donde con ironía señala: «all forms [common stock and bonds] come to be called "securities" even though they might be anything but secure».

[165] «The Act was more remarkable, considering the sentiments of the day, for the powers it did not grant than for the limited powers it did». Joel Seligman, *The transformation of Wall Street*. 3ª ed., (New York: Aspen Publishers, 2003), 70.

[166] http://www.senate.gov/artandhistory/history/common/investigations/Pecora.htm#Outcome.

[167] Seligman, *The transformation*, 41.

[168] «Whereas the `33 Act was designed to govern and protect investors when there was a first issuance of a security, the purpose of the `34 Act was to regulate securities transactions on the secondary market. Inasmuch as these transactions occurred almost entirely on stock exchanges, the Act provided for the registration of the exchanges under the auspiced of the Securities Exchange Commission (that was commenced by the act. Much of the actual regulation is conducted by self –regulatory organizations (SROs), such as the Financial Industry Regulatoty Authority (FINRA) and securities exchanges». Roy Girasa, *Corporate governance & financial law* (New York: Pelgrave-MacMillan, 2013), 179.

[169] Véase S. Res. 792, 73d Congress, 2d Sess. 10 (1934): «The principal objection against the provisions for corporate reporting is that they constitute a veiled attempt to invest a governmental commission with the power to interfere in the management of corporations. The Committee has no such intention, and feels that the bill furnishes no justification for such an interpretation. To make this point abundantly clear, section 13(d) specifically provides that nothing in the act shall be construed to authorize interference with the management of corporate affairs». En Alphonse A. Sommer, «The impact of the SEC, on corporate governance», *Law and contemporary problems* 41 (1977):118-9.

[170] Stephen Bainbridge, «The scope of the SEC`s authority over shareholders voting rights»; SEC http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf.

[171] McCraw, *Prophets of regulations*, 179.

«batallas», en especial contra el consejo de administración de la NYSE[172], no así con el NASDAQ.

Con los antecedentes expuestos en este capítulo, los asesores de Roosevelt durante la campaña electoral de 1932, propugnaban modelos diferentes sobre cómo debería ser la agencia federal que dirigiera el flujo inversor hacia la insaciable industria. Tanto Raymond Moley, como Rexford Tugwell, e incluso Adolf Berle, trataron de que Roosevelt aceptará sus personales sugerencias sobre el patrón idóneo para construir lo que luego sería la SEC. Pero el presidente tenía sus propias ideas. Él abordó el problema de la regulación de los mercados de valores con el instinto de un «*progressive politician*[173]», en la más pura tradición del expresidente W.Wilson y de Louis Brandeis. En este sentido Roosevelt quería conseguir el largamente buscado objetivo de superar las laxas leyes de los estados federados, a través de una legislación federal más exigente. Finalmente, como afirma Seligman, «The securities legislation of 1933 was a modest act, but it constituted, the first effective regulation of corporate finance[174]».

La Securities Exchange Act de 1934 fue, de nuevo en palabras de Seligman «a marvel of irresolution». El corazón de la ley era su sección cuarta, que creó la SEC[175]. Pero en contraste con la política seguida con las leyes de 1933 y 1934, en 1940 el Congreso, al regular las sociedades de inversión, además de dar a la información la verdadera importancia que la doctrina le otorgaba, realizó una tímida incursión en el territorio del gobierno corporativo. En efecto, la Investment Companies Act de 1940[176], determinaba que no más del 60 por ciento del consejo de una sociedad inversora, podía estar integrado por personas con vínculos con los advisers y sus accionistas, definiendo así lo que se entendía por tener vínculos con la compañía[177]. De igual forma, en la

[172] Ibíd. 196, en donde nos narra las luchas con su presidente, Whitney, quién finalmente acabó sus días en la cárcel de Sin-Sin, debido a diversos fraudes financieros.
[173] Seligman, *The transformation*, 41.
[174] Ibíd., 72.
[175] McCraw no escatima elogios tanto a la SEC como a la ley que la crea: «The SEC in the half Century since its creation in 1934, has often been cited as the most successful of all Federal Regulatory Agencies…there have been many reasons behind the SEC success. Perhaps most important were the careful design of the enabling legislation of 1933 y 1934 and the extraordinary talented leadership the Agency enjoyed during its formative years». *Prophets of regulation*, 153. En el mismo sentido para el profesor de la Wake Forest University, Alan Palmiter, esta ley era «more political ambitious and far-reaching legislation than the securities Act of 1933». Alan R. Palmiter, *Securities regulation*. 5ª ed., (New York: Aspen Publisher, 2011), 21.
[176] SEC, http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf , sección 10. (a): «No registered investment company shall have a board of directors more than 60 per centum of the members of which are persons who are interested persons of such registered company». En el resto de la sección se recogen otras incompatibilidades de consejeros y personal de la sociedad.
[177] De este especial conflicto de intereses se dará cumplida información en el capítulo V de esta Tesis.

Public Utility Holding Company Act[178] de 1935, también el legislativo de forma «blanda», volvió a abordar el problema del gobierno corporativo, a través de la regulación de los conflictos de interés entre los consejeros[179].

3.2 DOUGLAS Y NUEVOS INTENTOS DE UN *CORPORATE LAW* FEDERAL

En lo que a este trabajo afecta directamente, existió un proyecto inacabado (dentro del ámbito de las leyes de alcance federal que inició la Administración Roosevelt), referido a la aprobación de un código de buen gobierno. En efecto, tras el avance que supuso que la sección[180] catorce de la Securities Exchange Act[181] otorgara a la SEC la autoridad para regular el sistema de delegación del voto en la elección de los consejeros, se pretendió que a esta primera medida le siguiera otra disposición que codificara el gobierno corporativo a nivel federal[182]. Pero a pesar del apoyo a esta nueva propuesta, tanto por parte de su gobierno, como de la propia SEC (e incluso del NYSE), no resultó ser una prioridad para Roosevelt, por lo que quedó olvidada. Solo al final de su mandato, y desnaturalizando su finalidad, se volvió a retomar esta cuestión, pero incorporándola a un proyecto de «ley ómnibus» (que nunca llegó a aprobarse), en el que se quería regular, no solo un sistema de inscripción y registro de sociedades a nivel nacional, sino también revitalizar la legislación antitrust, así como la regulación de los derechos laborales de los empleados de las sociedades. Para Dalia Tsuk, durante la década de los treinta, la obsesión por la información eclipsó la necesidad de regular las relaciones intrasocietarias[183].

Douglas (que presidió la SEC desde 1937 hasta 1939, año en el que se le eligió juez del Tribunal Supremo de los Estados Unidos en sustitución, precisamente, de Louis Brandeis) fue, en su etapa de profesor, un defensor de la necesidad de aprobar una ley que regulara las sociedades (y por supuesto su gobierno corporativo) a nivel federal.

---

[178] SEC, http://www.sec.gov/about/laws/puhca35.pdf. En esta ley se regulan las compañías de electricidad y gas que, siendo de propiedad privada, prestan un servicio público.
[179] Sommer, *The impact of the SEC*, 120.
[180] Respetamos, la traducción directa de «*section 14*», que realmente se corresponde con el vocablo «artículo» utilizado en nuestras leyes y códigos.
[181] Si bien, tal y como afirma Bainbridge, «the Securities Exchange Act says nothing about regulation of Corporate Governance», «The scope of the SEC´s authotity over shareholders voting rights». SEC, http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf.
[182] Seligman, *The transformation*, 205.
[183] Dalia Tsuk, «Shareholders as proxies: the contours of shareholder democracy», *Washington & Lee Law Review* 23 (2006): 1540.

Tras la aprobación de la Securities Act en 1933, en una carta a Felix Frankfurter[184], comenta, «the Act is of secondary importance in a comprehensive program of social control over finance. Publicity of affairs, control over capital structures, control over directors, regulation of especulation, regulation of holding companies, protection of minorities are primary». Para reincidir en otra misiva: «federal incorporation does not mean to me merely drafting a statute and determining what rule of ultra vires, stock dividends, director´s liability, etc. to adopt. Those are next to clerical in significance. The real problem is to determine what social and economic values are at stake; what is wanted, what should be destroyed? What kind of holding companies do you want? What room should be left for the little fellow, the Henry Fords of the future or the corner grocery store of the next decade?[185]».

En su celebrado artículo «*Directors who do not direct*[186]» , Douglas propone dotar al gobierno corporativo de las sociedades con el mismo tipo de directivos expertos y de liderazgo desinteresado, que buscaban Frankfurter y Landis[187] para las agencias federales (entre otras, la SEC[188]).

No obstante, Douglas intentó la aprobación de una legislación federal que regulara las sociedades aprovechando dos iniciativas legislativas distintas. Por un lado, la presentada por senador populista por Wyoming, Joseph O´Mahoney, en agosto de 1935, en la que se proponía la aprobación de una ley federal que, entre otras cosas, regulara: la lucha antitrust (seguimos a esta altura de siglo con los mismos temores a nivel popular); la defensa de los intereses de los trabajadores y la defensa de los derechos de los accionistas. Esto se conseguiría exigiendo, para todas las compañías que operaran en más de un estado, la concesión de una licencia especial por parte de la Comisión de Comercio Federal. En su segundo Título, se garantizaba a los accionistas iguales derechos de voto, y así mismo, se autorizaba a la Civil Service Commission a acreditar a representantes de la sociedad, como comisarios-vigilantes del sistema de voto por delegación[189]. La idea de esta propuesta de legislación a nivel nacional (aunque

[184] Seligman, *The transformationt*, 205.
[185] Carta de Douglas a Frankfurter de 19 de febrero de 1934. Douglas Papers, Conteiner no. 6. Library of Congress. Ibíd., 205.
[186] William O. Douglas, «Directors who do not direct», *Harvard Law Review* 47 (1934)8: 1305-34. En este artículo Douglas avanza propuestas que aún hoy están vigentes.
[187] McCraw, *Prophets of regulation*, 171. Los tres magníficos, que junto Frankfurten, redactaron tanto la *Securities Act* como la *Securities Exchange Act*, fueron: Landis, Corcoran y Cohen. Se les denominaba «*The happy hot dogs*».
[188] Seligman, *The transformatio*n, 207.
[189] Idea que tal y como ya hemos visto, fue anunciada por Lippman, Ripley, y Berle y Means.

no la mezcolanza de los asuntos en ella regulados), atraía a Roosevelt[190]. Mientras era objeto de estudio y debate, en enero de 1937, el senador por Idaho, William Borah —más respetado que O´Mahoney— presentó en el Congreso una nueva propuesta de ley de sociedades a nivel federal, que tenía como objetivo primordial la lucha contra los monopolios. El proyecto autorizaba a la Federal Trade Commission a denegar, o renovar las licencias a cualquier sociedad que operase en el ámbito interestatal, cuando esta violase las leyes antitrust.

En enero de 1938 (siendo ya presidente Douglas), O´Manoney y Borah deciden articular sus propuestas en un único texto denominado *Corporate Licensing Bill*. No obstante, y dado el agravamiento de la crisis de 1937-38, los asesores económicos de Roosevelt diferían sobre la oportunidad de presentar el proyecto ante el Congreso. La vinculación de la nueva propuesta de legislación en materia de sociedades de ámbito federal, a la legislación antitrust de Borah e implícitamente a la reforma laboral propuesta por O´Mahoney, impidió la posibilidad de la aprobación de una legislación que regulase el gobierno corporativo de las sociedades durante el New Deal.

En 1938, Douglas, en un último esfuerzo, y en el apartado VII del *Protective Committee Study*, publicado por la SEC, finaliza con la recomendación de que «it was imperative…to eliminate the abuses in our corporate system made posible by lax state corporate law». El informe solicitaba la aprobación de «a federal incorporation law or use of the federal tax power to prevent state "chartermongering"[191]». Con la salida de Douglas, la SEC cerró su etapa más memorable y admirada. Nunca más recibiría tanto apoyo de la Casa Blanca, del Congreso y de la opinión pública[192].

3.3 LOS CUARENTA Y LOS CINCUENTA: DOS DÉCADAS PERDIDAS

Tras la Segunda Guerra Mundial, la SEC comenzó un declive que mermó su operatividad y reputación, hasta que en la década de los sesenta —y más debido a avances tecnológicos, que a la voluntad político-administrativa de las sucesivas administraciones norteamericanas— se tomaron determinadas medidas que, tal y como veremos, otorgaron cierto impulso al aspecto organizativo de los mercados. El presidente Truman nunca tuvo como prioridad en su mandato la reforma del Derecho de Sociedades (ibíd., 242). Esto, unido a la descarada politización de sus nombramientos

[190] Seligman, *The transformationt*, 208.
[191] SEC, Protective Committee Study, part 7, 413. En Seligman, *The transformation*, 210.
[192] Ibid., 212.

para la SEC (ibíd., 244) y a «failing to appoint to the SEC a single leading academic or thinker in the corporate law field» (ibíd., 246) hizo que la Comisión entrara en una fase de desprestigio e inoperancia funcional. Pero el punto álgido de su descrédito se alcanzó durante la Administración Eisenhower, debido, no solo a los recortes presupuestarios, sino y sobre todo, a la prevención contra lo que su administración denominó «excessive federal regulation» (ibíd., 266). Este posicionamiento significaba confiar más en la autorregulación de los mercados en general y del NYSE en particular. Fruto de esta relajación de la regulación, fue el colapso del American Stock Exchange (anteriormente denominado New York Curb Exchange[193]).

3.4 LOS AÑOS SESENTA: EL RELANZAMIENTO DE LA SEC Y LA «*BACK-OFFICE CRISIS*»

Durante los años sesenta y con Cohen como presidente de la SEC, esta fijó como su principal objetivo la automatización de sus transacciones debido al exponencial incremento en el número de sus operaciones, así como a la rápida institucionalización de los mercados.

En efecto, ya en 1958 se había solicitado a la prestigiosa University of Pennsylvania´s Wharton School of Finance and Commerce, un informe sobre las consecuencias del crecimiento de los inversores institucionales[194]. Este informe se publicó en 1962 bajo la denominación de «Wharton School´s Study of Mutual Funds[195]». En el mismo, ya se señalaban algunas de las carencias que aún hoy en día son atribuidas a estos grandes inversores. Se especificaba que los problemas más importantes detectados en la actividad de los fondos «involve potential conflicts of interest between fund management and shareholders…the possible absence or arm´s-lenght bargaining between fund management and investment advisers[196]». Así como que los accionistas de los *mutual funds* incurriesen en un «excessive costs in the adquisition and management of their investment[197]». Tal y como señala Seligman, «The fundamental issue in mutual fund regulation during the post war period was the persistence on higher sales loads and advisory fees than would have occurred if there

[193] Ibíd., 282. Consecuencia de la relajación en las exigencias para poder cotizar en este último mercado, fue la admisión de diversas compañías como la New Pacific Coal and Oils, que no había tenido beneficios en los tres años anteriores a su estreno en el mercado de valores.
[194] Seligman, *The transformation*, 364.
[195] Ibídem, 365.
[196] Wharton School of Finance and Commerce, «A study of mutual funds». En Seligman, ibídem.
[197] Seligman, *The transformation*, 371.

had been effective competition…in large measure, the persistence of mutual funds extracompetitive costs was the results of federal laws and regulation prohibiting or inhibiting competition[198]». Ya veremos cómo finalmente se autorizó la libertad de tarifas, lo que significó una bajada de precios, una entrada de nuevos inversores y un incremento importante de las operaciones.

Con la elección de J.F. Kennedy (recordemos que su padre fue el primer presidente de la SEC), como presidente de los EE.UU. se inició una etapa de recuperación de su reputación y efectividad. Se volvió a la fórmula inicial de unir el prestigio académico, la habilidad política y los conocimientos de los altos funcionarios de la propia Comisión, como mejor combinación a la hora de nombrar a los comisionados de la SEC. Producto de esta retomada filosofía, fue el nombramiento del catedrático de la Universidad de Columbia, y experto en sociedades William Cary, como presidente de la Comisión. Además, la Administración Kennedy aprobó una ampliación presupuestaria que supuso la contratación de 250 nuevos funcionarios (ibíd., 291).

Cary comenzó su presidencia sin una política clara, pero con la doble determinación de volver a hacer de la SEC[199] una institución capaz de liderar propuestas legislativas, así como de atraer a la misma profesionales con talento[200]. El principal vehículo para lograr ambas prioridades fue el «Special Study of Securities Market[201]», realizado por un grupo de profesionales prestigiosos e independientes, entre 1961 y 1963. Este estudio se centró en la creciente importancia de los inversores institucionales, la necesidad de automatizar el mercado de valores, y en las prácticas anticompetitivas que se derivaban de la estructura de tarifas fijas del NYSE[202]. De todo ello, se colegía la necesaria reforma de las estructuras del mercado. Tal y como afirma Seligman, «its report undoubtedly was the single most influential document published in the history of the SEC; it provided a foundation for most of the reforms that occurred in the securities industry during the ensuing fifteen years. In large measure, the Special Study was a factual documentation of the limits of self-regulation in the securities

[198] Ibídem, 371-2.
[199] Ibíd., 294. Seligman nos recuerda que el excelente trabajo inicial de la SEC durante el New Deal, estaba cimentado en rigurosos estudios sobre el mercado de valores y el Derecho de Sociedades, cosa que no se volvió a hacer en los veinte años siguientes. El estudio auspiciado por Cary, retomó la antigua práctica.
[200] Ibíd.,295.
[201] Para ampliar datos sobre sus autores y metodología véase ibíd., 298-9.
[202] Vemos por lo tanto, que es bastante similar al realizado por la Wharton School of Finance and Commerce.

industry», para proseguir criticando los esfuerzos regulatorios de las compañías en general, por encontrarlos «egoistas, autoprotectores y en muchos casos, no lograr crear standars de conducta superiores a los que existían antes de la aprobación de la legislación sobre valores[203]».

Sobre la base de las carencias denunciadas por este estudio, Cary intentó que los proyectos legislativos bosquejados para paliar las mismas tuviesen el máximo consenso posible. Tras diversas negociaciones con los miembros de la «Industry Liaison Group[204]», el proyecto fue presentado a la Cámara de Representantes y al Senado el 4 de junio de 1963. Básicamente, los aspectos más importantes de la reforma propuesta se referían a: la información periódica que deberían suministrar las sociedades; el sistema de representación en las juntas de accionistas, y normas sobre el control de la información privilegiada. Tras languidecer durante más de catorce meses entre las dos Cámaras, finalmente se aprobó el 20 de agosto de 1964[205].

Esta última fase de la década, de 1967 al 70, estuvo marcada por la denominada «*Back-office crisis*[206]», que tuvo dos fases. Una inicial hasta mediados de 1969, que en síntesis consistió en la desaparición de muchos *brokers* debido al exponencial aumento en el negocio intervenido, y la imposibilidad de darle salida en los plazos estipulados[207]; y una segunda fase de mayo del 69 a mayo del 70, que coincidiendo con una bajada del Dow Jones Industrial Average del 35 por ciento, supuso, por el contrario una brusca disminución del negocio intervenido. Durante 1969 y 1970, ciento sesenta firmas del NYSE desaparecieron, y otras ochenta se fusionaron para no hacerlo[208]. La consecuencia de esta crisis fue la aprobación, en diciembre de 1970 de la Securities Investors Protection Act que, entre otras cuestiones, creaba un fondo para poder asegurar por importe de 50.000 dólares a los clientes de todos los *broker-dealers* registrados en la SEC.

---

[203] «The report´s findings illustrated that without the "pointed stimuly" of the SEC, securities industry self-regulation consistenly had been self- interested and self-protective, often failing to produce standars of conduct superior to those that existed before the enactment of the securities laws». Ibíd., 299.

[204] En este grupo estaban representados, entre otros, el NYSE, The American Stock Exchange, The Investment Bankers Association, The Associationof Stock Exchange Firma, y The Investment Company Institute.

[205] Seligman, *The transformation*, 323.

[206] «The 1967-70 broker dealer firm back-office crisis was the most serious failure of securities industry self-regulation in the Commission´s history, a collapse of industry regulatory controls so completed that it permitted, in the agency retrospective view, "the most prolonged and severe crisis in the securities industry in forty years». Ibíd., 450.

[207] Volveremos sobre ello con mayor detalle en el capítulo III.

[208] Seligman, *The transformation*, 453.

4. EL RECORTE DE DERECHOS A LOS ACCIONISTAS Y EL ADVENIMIENTO DEL «*MANAGER CENTRIC MODEL*»

Antes de adentrarnos en la exposición de cuál fue el proceso de recorte de los derechos de los accionistas en este periodo histórico, no podemos dejar de mencionar que, desde el final de la Segunda Guerra Mundial y hasta mediados de los setenta, el gobierno de las sociedades estuvo caracterizado por lo que se ha venido en denominar «*managerial capitalism*[209]».

Y es que a resultas del «vaciamiento» de derechos que, tal y como seguidamente expondremos, sufrió el accionista de las grandes sociedades cotizadas; el management de las mismas pasó a ser el centro del universo societario. La dirección de las sociedades, sin apenas controles por parte de sus propietarios, campó a sus anchas en el escenario societario durante más de tres decenios, que, por cierto, coincidieron con los de mayor, más estable y sólido crecimiento económico en la historia moderna. De hecho, son muchos los economistas[210] que precisamente, asocian este desarrollo a la libertad de acción que tuvieron los directivos. Esta libertad, o falta de control efectivo por parte de los accionistas —continúan— permitió que el management se dedicara durante estas décadas, exclusivamente a la gestión de la sociedad en el largo plazo. Así es, no estaban presionados por la obligación de tener que presentar resultados cada cuatro meses, ni por la de atender apremiantes exigencias de beneficios inmediatos por parte de accionistas que, inevitablemente, fijan su atención en el corto plazo. El que, en algún caso abusasen de su posición, era un daño colateral, asumible en aquellas décadas prodigiosas.

Después de la precedente párrafo introductorio a este epígrafe, podemos ya entrar a analizar el proceso de recorte de derechos de los accionistas, en especial en lo relativo a las *shareholders proposals*, —realizado por la SEC, entre los años cincuenta y setenta— en cuanto que es un reflejo fiel de cuál era la postura mayoritaria de la

[209] Martin Gelter, «The pension system and the rise of shareholder primacy», *Fordham University School of Law*, working paper (junio 2012). http://ssrn.com/abstract=2079607.
[210] Henry Hansman y Reinier Kraakman, «The end of history of corporate law», *Georgia Law Journal* 89 (2001): 444.

doctrina y la administración, con respecto a aquellas materias en las que el gobierno corporativo de las sociedades comenzaba a manifestarse tímidamente.

Esta tendencia no es contradictoria con la apuesta por la *shareholder wealth maximization*, en tanto que seguirían siendo los accionistas, los *constituencies* o interesados, en favor de los cuales tenía que gestionar la sociedad el management. Lo que cambia, en expresión de Bainbridge[211], son los «medios». Efectivamente, después de la Segunda Guerra Mundial, la corporation tenía que buscar como fin social el incremento del valor de la acción, pero utilizando como «medio» la gestión de los poderosísimos, especializados y clarividentes managers*;* en ellos debía residir el control último de la sociedad. Pero a partir de los setenta, la doctrina empezó a girar de nuevo (como consecuencia de la crisis del petróleo y de sonados escándalos de diversos directivos) para proponer que la *shareholder wealth maximization* se lograse utilizando como «medio» la *shareholder primacy*. Es decir, es el accionista en quién debe estar situado el verdadero control de la sociedad ya que nadie mejor que él sabe cuál es su beneficio. Se pasó, por lo tanto, de localizar el centro de control o poder de la corporation, del *management* al accionista.

En este apartado expondremos, por tanto, cuál ha sido la evolución concreta de una institución tan propia del corporate governance en los Estados Unidos, como son las *shareholders proposals*. Veremos cómo su continua merma —desde final de los cuarenta hasta los setenta— fue un efecto de la «*managerial-centric visión*» de la gestión de la sociedad mercantil capitalista en general, y de la cotizada en particular.

4.1 LA IDEA ORIGINAL DE LAS *SHAREHOLDER PROPOSALS*[212]

Tradicionalmente, eran las leyes de los Estados las que regulaban el derecho de voto[213] de los accionistas[214]. Estas determinaban que materias (además del

[211]Bainbridge, *The new corporate governance*, 53. En donde realiza esta diferenciación, que ya encontrábamos en su artículo académico «Director primacy: the means and ends of corporate governance», *Northwestern University Law Review* 97 (2003): 97 y que entendemos resulta acertada y clarificadora.

[212] Aunque las analizaremos con mayor profundidad en el capítulo III , apartado 4.2. de esta Tesis, si que entendemos adecuado el anticipar su comentario parcial, ya que nos servirá para exponer el proceso de merma y asfixia a la que se vieron sometidos los derechos de los accionistas durante los años cuarenta, cincuenta y sesenta.

[213] Véase Colleen A. Dunlavy, «Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights». *Washington & Lee Law Review* 63 (2006): 1347. La autora realiza un interesante recorrido por la evolución de la conceptualización del derecho de voto desde la época colonial hasta nuestro siglo. En concreto, analiza acertadamente la desviación del principio de «una acción, un voto» (aunque

nombramiento de los consejeros) podrían ser objeto de votación en las juntas, así como los procedimientos a seguir para emitir el voto. Aunque inicialmente el accionista tenía que asistir[215] para votar a la junta, con el nacimiento de las grandes sociedades la delegación de voto pasó a ser la norma general. Con el objeto de restaurar la confianza del inversor en el mercado, la Securities Exchange Act de 1934 expresamente reguló —esta vez sí, a nivel federal— los problemas que hasta entonces se asociaban con la delegación de voto. En efecto, en su sección catorce, se abordaba esta materia con la finalidad de evitar los abusos denunciados por Ripley, Berle y Douglas, durante los años anteriores.

Esta «sección catorce» no tenía la intención de «fortalecer» a los accionistas, sino solo de instigar la comunicación entre el management y los socios capitalistas, dentro del marco de la entonces vigente legislación societaria de los estados (ibíd., 1546). Con este objetivo, de 1934 a 1942, la SEC aprobó una serie de «*rules*[216]» que, perfeccionando la redacción de la mencionada «sección catorce», tenían como objetivo el provocar el mencionado acercamiento y colaboración, incluso, entre los accionistas. Inicialmente muchas compañías se negaron a incluir en sus órdenes del día las propuestas que realizaban sus accionistas en las delegaciones de voto. Fue, entre otros muchos, el caso de la mastodóntica Bethlehem Steel Corporation, ante una propuesta de Lewis Gilbert[217]—famoso activista de los derechos de los accionistas[218]—, quién finalmente logró que la SEC obligara a la sociedad a retrasar la junta para incluirla en su orden del día[219]. Con motivo de estas negativas, la SEC en 1942, sugirió ciertos cambios en la «sección catorce» que además de tratar de garantizar el ejercicio de los derechos, tenían como objeto el proveer a los accionistas con los datos necesarios que les permitiesen votar de forma «informada».

originariamente regía el principio de un voto por cabeza, con independencia de la aportación al capital) que tiene como efecto dos «radically different social conceptions of the corporation». Ibíd., 1387.

[214] Tsuk, *Shareholders as proxies*, 1547.

[215] Ibídem, 1548.

[216] También denominadas «*proxy rules*», podrían ser el equivalente de las circulares de la CNMC.

[217] Véase Broc Romanek, «The pioneers of corporate governance», *The Corporate Governance Advisor* 19 (2011):1, en el que señala a los Gilbert —eran dos hermanos— como los precursores del gobierno corporativo, al liderar a los «*Independently minded Shareholders*».

[218] Véase Richard Marens, «Inventing corporate governance: the mid-century emergence of shareholder activism», *Journal of Business and Management* 8, (2002) 4: 365. Sobre estos pioneros en el ejercicio de los derechos de los accionistas (también denominados "*gadflie*s" o tábanos).

[219] Tsuk, *Shareholders as proxies*, 1548.

La comunidad empresarial se opuso radicalmente a las modificaciones anunciadas[220]. En efecto, sus representantes se manifestaron en contra de cualquier norma «of further legitiziming shareholders activism[221]». Ante esta negativa, la SEC finalmente aprobó, el 18 de diciembre de 1942, una versión rebajada de su idea inicial. La norma final disponía que la dirección de la compañía solo incluyera las propuestas de los accionistas —en el orden del día a incluir en la solicitud de delegaciones para la junta— cuando estas fueran «proper subjects for action by the securitiesholders» (ibíd., 1551), así mismo, obligaba a hacer públicos los sueldos de sus directivos cuando estos superaran los 20.000$ anuales. Garantizar el derecho individual de los accionistas a participar (aunque fuese de forma indirecta) en la junta general era un medio de proteger el ideal norteamericano de democracia (ibíd., 1553). La rule entró en vigor el 15 de enero de 1943.

4.2 LAS MODIFICACIONES DE FINALES DE LOS CUARENTA

Empiezan los «recortes». La siguiente modificación se realizó en 1947 y formalizaba la potestad de la Division of Corporate Finance de la SEC, de revisar las «*shareholders proposals*» que las sociedades querían excluir de su documentación por entender que no se ajustaban a la norma de la «proper subjects for action by the securitiesholders[222]».

En 1948 se aprobó otra rule que significó una nueva merma en los derechos de los accionistas. En efecto, haciéndose eco del temor de la comunidad financiera a que las «*shareholders proposals*» pudieran llegar a ser un estorbo o molestia en la gestión social, la SEC hizo unas modificaciones adicionales a las «*proxy rules*[223]». Y así, autorizó a las sociedades a excluir como «*proper subject proposals*» aquellas que afectasen a cualquiera de las tres siguientes situaciones: 1) las que tuvieran como objetivo una reclamación personal, o una queja contra la compañía o su dirección; 2)

[220] Aunque quizás el argumento más utilizado era la inoportunidad de imponer trabas y mayores gastos a las empresas en plena guerra, también se adujo que se pondrían peligrosas armas en manos de delincuentes profesionales, que se abriría la puerta a personas que solo buscasen su notoriedad personal, o que la mayoría de las propuestas no tendrían sentido. Ibíd., 1553.

[221] Es decir, como tantas veces hemos manifestado, una gestión en favor del accionista, pero sin contar con él. Similar a la máxima del Despotismo Ilustrado de las monarquías absolutas del siglo XVIII: «gobierno para el pueblo pero sin el pueblo». Ibíd., 1550.

[222] Si la sociedad entendía que la propuesta que le enviaba el accionista no se ajustaba a la citada norma, la remitía a la SEC para que determinase su adecuación, o no, a la misma. En el caso de que la SEC confirmase el juicio de la sociedad, la propuesta no se incluía en el orden del día de la junta. Caso contrario, la sociedad tendría que incluirla.

[223] Véase Fourteenth Annual Report of the Securities and Exchange Commission. Fiscal Year Ended June 30, 1948. SEC, https://www.sec.gov/about/annual_report/1948.pdf.

cuando la dirección hubiera incluido alguna propuesta del accionista en las dos últimas juntas, y este no hubiera acudido a las mismas, o no hubiera defendido su propuesta en las mismas; y 3) si una propuesta semejante hubiera sido presentada en la última junta, y no obtuvo el 3 por ciento de los votos[224].

4.3 LA «*ORDINARY BUSINESS PROPOSAL*»

En 1952 la SEC volvió a realizar una modificación, esta vez de mayor calado, al prohibir propuestas relacionadas con «promoting general economic, political, racial, religious, social or similar causes[225]». El origen de este nuevo varapalo a los accionistas fue la solicitud realizada por un grupo antiracista *The Congress of Racial Equality,* a la Greyhound Corporation para que no separara en sus autobuses a los ciudadanos por razas[226]. En 1954 más cambios fueron introducidos, aunque con las limitaciones que ya hemos señalado, realmente los accionistas eran incapaces de sacar adelante ninguna de sus propuestas.

Tal y como nos señala Tsuk, debido a las mencionadas restricciones, las propuestas de los accionistas de 1940 a 1950 se centraron en las cuatro cuestiones siguientes: el derecho de voto; asuntos relacionados con los consejeros y altos directivos; comunicación entre directivos y accionistas, y la remuneración de consejeros y directivos[227]. Pero no obstante todo lo expuesto, ese año se aprobó una nueva limitación al prohibirse propuestas dirigidas «to omit any proposal wich impinges upon the duties and functions of the management[228]». Por lo tanto, se prohibían las relacionadas con los *ordinary business*; por lo que los accionistas ya solo podían centrarse en: a) la exactitud de los resultados y b) la política de dividendos. Es decir, las sociedades podían omitir, tanto las relacionadas con materias demasiado generales (políticas, raciales, religiosas, sociales), como aquellas que tuvieran relación con asuntos demasiado concretos (el propio negocio de la sociedad).

4.4 LAS LIMITACIONES A LA REPETICIÓN DE LAS PROPUESTAS

Las reformas de 1954 no terminaron ahí. Una nueva vuelta de tuerca hizo que el supuesto derecho de los accionistas a presentar sus propuestas, deviniese, de hecho, casi

[224] Tsuk, *Shareholders as proxies*, 1555.
[225] Ibídem.
[226] «Peck contra Greyhound Corporation». 97F Supp.679, 679 (S.D.N.Y. 1951).
[227] Tsuk, *Shareholders as proxies*, 1557.
[228] Seligman ,*The* transformation, 271, citando las *SEC minutes* del 7 de agosto de 1953, 26 de enero de 1954, 19 de febrero de 1954, 2 de marzo de 1954 y 11 de marzo, de ese mismo año.

vacío de contenido. En efecto, las nuevas modificaciones permitían a las sociedades excluir aquellas que aún estando dentro de las «*proper proposals*», hubiesen sido presentadas por lo menos una vez dentro de los tres años anteriores, y no hubiera obtenido al menos el 3 por ciento del voto (ibídem). Si hubiese sido presentada dos veces en los tres años anteriores y no hubiera recibido el 6 por ciento de los votos (ibídem); y si hubiese sido presentada tres veces y no hubiera obtenido el 10 por ciento de los votos (ibídem). Así mismo, se exigía a los accionistas el envío de la propuesta sesenta días antes de la fecha en la que la documentación para solicitar la delegación de voto hubiera sido remitida por la sociedad el año anterior. Las posibilidades de éxito eran mínimas.

Tras estas modificaciones, en palabras de Tsuk: «Little was left of the original shareholder proposal rule…gradually..., the shareholders role as participant and the shareholder´s role as investor converged. By the 1990s, this vision would dominate corporate law[229]».

5. DE 1970 A 1990. EL FIN DEL *«MANAGEMENT CENTRIC MODEL»* Y EL REGANISMO DESRREGULATORIO

5.1 LOS SETENTA. EL DESPERTAR DE LOS ACCIONISTAS

Si bien el gobierno corporativo, en tanto que forma de organizar y alinear los intereses de los accionistas propietarios, los directivos y consejeros, existe desde la constitución de las primeras grandes sociedades en los siglos XVI y XVII; no fue realmente hasta la década de los setenta, cuando se concretó y definió su actual significado[230].

Tal y como expone Seligman, en la década de los setenta, se dieron las más importantes reformas en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas desde el New Deal. Este autor señala que: «For close of a decade, such fundamental questions as the legitimacy of the giant business corporation, the functions of the corporate board of directors, and the appropriate legal duties of corporate officers and directors

[229] Tsuk, *Shareholders as proxies,* 1560.
[230] Randall K. Morck, *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers* (Chicago: University of Chicago Press, 2005), 5.

were debated, first in public interest proxy contests and the technical literature, later before congressional and SEC hearings[231]».

La guerra de Vietnam, la preocupación por la discriminación racial, el nacimiento de la conciencia medio ambiental, además del activismo en la defensa de otros derechos civiles, hizo que en 1970 se produjera una eclosión de propuestas sociales, a través de las *proxy rules* analizadas en el anterior apartado. Debido a la intensa presión social[232] que se produjo durante estos años, la SEC en septiembre de 1972 modificó —de nuevo— la «sección catorce a-8», pero esta vez para abrir la puerta (aunque no suficientemente), a propuestas de accionistas que tuvieran como objetivo tratar cuestiones sociales. Solo podían las sociedades negarse a incluir las mismas en sus *Proxy solicitations* cuando estas «was not significantly related to the business of the issuer or is not within the control of the issuer[233]». Así mismo, el Senado también realizó una investigación sobre cómo incentivar a las sociedades para que estas fueran más responsables ante los *stakeholders* y ante la opinión pública en general[234].

5.2 LOS GRANDES ESCÁNDALOS

Pero realmente el hecho que desencadenó el estudio del gobierno corporativo de las sociedades en su moderna concepción, fue la quiebra de una importante compañía de ferrocarriles. En efecto, Penn Central[235] era en el momento de su liquidación, la compañía de ferrocarriles más grande del país, así como la sexta corporación industrial. Durante los dos años anteriores a su colapso, el consejo de administración aprobó el abono de dividendos por importe de cien millones de dólares, mientras que la deuda de la sociedad crecía desbocadamente, por lo que la situación patrimonial sufría un deterioro irreversible. La pasividad, negligencia, ignorancia y falta de compromiso del

[231] Seligman. *The transformation,* 534.
[232] Esta presión social se materializó en una serie de campañas, entre las que podemos destacar la lanzada en 1968 por el Medical Committee for Human Rights, solicitando a la Dow Chemical que no fabricase más napalm con fines bélicos. Así mismo, el grupo liderado por el abogado activista Ralph Nader «Campaign GM», lanzó una campaña que tenía como objetivo persuadir a la General Motors para que mejorase su política laboral, medio ambiental y de transporte. Pero ninguna de estas actividades tenía una relación directa, ni afectaban a la estructura y mecanismos del gobierno corporativo.
[233] SEC Annual Report de 1972, 14. La misma causó la *SEC Act Release Nº 9784* de 22 de septiembre de 1972. SEC, http://www.sec.gov/about/annual_report/1972.pdf.
[234] The Subcomm. on Citizen and Shareholders Rights and Remedies of the Senate Commission on the Judiciary, 95th Cong. 2, «*The Role of the Shareholder in the Corporate World: Hearings on S.521-4*», 1977. En Tsuk, *Shareholders as proxies,* 1568.
[235] Seligman, *The transformation,* 536.

consejo de administración de esta sociedad, le valió el rechazo generalizado de la opinión pública.

La complacencia del consejo con el management fue explicada, entre otros, por el profesor de la Harvard Business School, Jonathan Macey[236], por el hecho de que el nombramiento de nuevos consejeros estaba totalmente controlado por el management de la sociedad, y en especial por su Chief Executive Officer (CEO). En 1974 de las 6.615 solicitudes de delegación para el nombramiento de consejeros, supervisadas por la SEC, los consejeros con cargo en vigor fueron reelegidos, sin oposición, en 6.000 compañías (es decir el 90,6 por ciento) y en 6.606 (el 99,8 por ciento) la lista propuesta por el consejo resultó aprobada[237].

Así mismo, varios escándalos surgidos como consecuencia del pago de sobornos en países en vías de desarrollo, y las donaciones realizadas por diversas compañías (entre otras Amerian Airlines, Goodyear y Gulf Oil), a la campaña para la elección de Nixon en 1972 —en flagrante violación de la Federal Election Campaign Act—[238] terminaron por hacer saltar todas las alarmas. A partir de 1974, la SEC tomó cartas en el asunto. Propuso que todas aquellas empresas que creyeran haber incurrido en alguna de las conductas prohibidas antes mencionadas, realizaran una investigación interna al respecto y de forma voluntaria divulgasen su resultado. Más de 400 sociedades cotizadas publicaron el informe reconociendo haber realizado actividades cuestionables o incorrectas dentro del país o en el extranjero[239]. Para Seligman, nunca en la historia de la SEC, tales escándalos (Penn Station, sobornos y contribuciones ilegales a partidos políticos), obtuvieron tan poca reacción[240].

Como resultado de la intervención de la SEC, muchas de las sociedades sancionadas fueron obligadas a adoptar diversas medidas de gobierno corporativo, relacionadas con el consejo de administración. En concreto, hacían referencia al

[236] Esto era una consecuencia directa de las decisiones judiciales (especialmente las del estado de Delaware), en las que se autorizaba a los miembros del consejo a pagar las campañas de reelección y nombramiento de nuevos miembros (por ellos propuestos), con cargo a los fondos sociales. Lo que significaba que todos aquellos accionistas que querían nombrar sus propios candidatos tenían que sufragarse la campaña; salvo en el improbable caso de que resultara vencedores en su intento. Tanto el número de accionistas en las grandes sociedades, como las distancias en aquel país-continente, hicieron que los costes de la elección de los consejeros a través de la delegación de voto no estuviese al alcance de cualquiera. Así que el nombramiento de consejeros por otros interesados distintos a los miembros del consejo con cargo vigente, resultó ser en la práctica una nueva quimera. Sobre este tema también volveremos con más detalle en el capítulo III. Véase Jonathan M. Macey, *Directors: myth and reality*.

[237] Véase Michael E. Murphy, «The nominating process of corporate boards of directors: a decision making analysis», *Berkeley Business Law Journal* 5 (2008)2: 131.

[238] Seligman, *The transformation*, 537.

[239] Murphy, *The nominating process*, 134.

[240] Seligman, *The transformation*, 551.

nombramiento de consejeros independientes[241], y a la creación de un comité de auditoría[242]. Fue en 1976 cuando por primera vez apareció esta expresión en un registro público. Este mismo año, la SEC consiguió que el NYSE exigiera a todas las compañías que cotizaban en la bolsa de Nueva York, el cumplimiento de una serie de requisitos relativos a las materias que acabamos de citar.

En 1977 la SEC anunció[243] que iba a realizar una revisión del impacto que las *proxie rules* tenían en el gobierno corporativo. Elaboró una serie de preguntas para su comentario o respuesta por parte de la opinión pública (especialmente dirigidas a consejeros, directivos, profesionales del derecho y comunidad académica), y además organizó «*hearings*» en cuatro grandes ciudades del país. La Comisión puso un especial énfasis en el aspecto de la participación de los accionistas en el proceso electoral. Aunque con motivo de este —permítasenos la expresión— «trámite de debate público», la SEC emitió diversas «*releases*[244]» de poca trascendencia a los efectos que aquí nos ocupan; acabó difiriendo el estudio de «*more complex matters*» a la realización de un informe más a fondo sobre estas materias. El informe que se publicó en 1980, volvió a sugerir más estudios antes de aprobar normas reguladoras. Con la llegada de Reagan en 1980 al poder, este estudio se olvidó.

5.3 LOS «*SETTLEMENTS*»

Históricamente ha sido a través de de los *settlements*[245], la vía por la que la Comisión ha realizado sus más notables incursiones en el mundo del gobierno corporativo (hasta la promulgación de la Sox). Las consecuencias de estos acuerdos o *settlements* han perdurado en el tiempo, y han tenido una influencia importante en todo el desarrollo posterior de esta materia. Básicamente, los acuerdos de la Comisión —en

[241] Jeffrey N. Gordon, «The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices», *Stanford Law Review* 89 (2007): 1477-9. Según este autor, el término «consejero independiente», se incorporó al léxico del gobierno corporativo en la década de los setenta, ya que hasta entonces la división era entre consejeros externos e internos, lo que no quedó resuelto en ese momento, fue el significado del término «independiente».

[242] Sommer, *The impact of the SEC*, 130.

[243] Véase Murphy, *The nominating process*, 136.

[244] Existen dos tipos de «*releases*». La «*concept release*» es una pregunta que la SEC realiza a la sociedad civil con la finalidad de conocer su opinión, o distintas sensibilidades que puedan existir sobre algún tema en concreto. Y la «*interpretive release*» es una interpretación que realiza la propia SEC, sobre algún punto oscuro de la legislación del mercado de valores. Respectivamente, SEC, http://www.sec.gov/rules/concept.shtml y http://www.sec.gov/rules/interp.shtml.

[245] Acuerdos alcanzados entre la SEC y la empresa infractora que evitan el inicio y/o continuación del expediente administrativo sancionador. Véase nota de prensa emitida por la SEC en la que hace público el *settlement* alcanzado con J.P. Morgan, en virtud del cual esta se obliga a pagar una multa de 980 millones de dólares, y reconoce el incumplimiento de la legislación federal (en concreto la Sox); SEC, http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539819965.

esta etapa— relacionados con el gobierno corporativo, los podemos agrupar en torno a las siguientes materias: 1) acuerdos que exigían el nombramiento de más consejeros independientes («SEC contra Canadian Javelin», SEC *Litigation Release* Nº. 6.441 (S.D.N.Y. 1974); 2) acuerdos de naturaleza especial para una circunstancia determinada, o bien que de forma continua son impuestos a un consejo ya existente («SEC contra Emerson Ltd.», *Litigation Release* Nº. 7.392 (D.D.C. 1976); 3) acuerdos que requieren el nombramiento de un auditor y/o de algún comité del consejo, dadas determinadas responsabilidades («SEC contra Mattel Inc.», SEC *Litigation Release* Nº. 6.531 y 6.532 (D.D.C. 1974); 4) acuerdos que implican el nombramiento de un asesor especial que dirija una investigación sobre ciertas prácticas de la empresa señaladas por la SEC. («SEC contra General Tire and Rubber Co.», SEC *Litigation Release* Nº 7386 (D.D.C. 1974), y 5) el nombramiento de un auditor especial que apoye el trabajo de un asesor especial («SEC contra Mattel Inc.», SEC *Litigation Release* Nº. 6531 y 6532 (D.D.C. 1974). Obviamente estos «acuerdos» entre la SEC y la sociedad denunciada, solo afectaba a las partes implicadas, pero no obstante, y tal y como antes hemos dicho, tenían una influencia importante sobre todas las empresas cotizadas[246].

5.4 LA ACTUACIÓN DE LA SEC Y LOS PRIMEROS CÓDIGOS DE ORGANIZACIONES PROFESIONALES Y EMPRESARIALES

Aunque en su origen la SEC era la agencia gubernamental con las facultades necesarias para el estudio de las posibles necesidades de reforma del gobierno corporativo, esta competencia era considerada accesoria o tangencial a sus responsabilidades principales. Estas eran la regulación de los mercados, la de procurar adecuada información sobre las sociedades cotizadas, y la persecución del fraude, primero a nivel administrativo y luego judicialmente[247]. Realmente, la idea de la regulación del gobierno corporativo de las sociedades era considerada como una cuestión secundaria, ligada al problema de la información. Ello provocó que la respuesta de la SEC a este debate fuera un tanto paradójica. En efecto, por un lado, la agresiva campaña lanzada por la Comisión, al objeto de que se informasen y publicitasen los

[246] Sommer, *The impact of the SEC on corporate governance*, 130.

[247] Véase SEC, http://www.sec.gov/news/speech/1962/113062conwill.pdf. El discurso del comisionado Allan F. Conwill en Tulsa Oklahoma en 1962, titulado «Current functions and objetives of the Securities Exchange commission», en el que de forma breve y didáctica se recogen estos tres objetivos. Así mismo, la actual presidente de la SEC, Mary Jo White, afirma, «our core mission of protecting investors, promoting fair, orderly and efficient markets and facilitating capital formation». *Fiscal Year 2013 Agency Financial Report*, 2. SEC, https://www.sec.gov/about/secpar/secafr2013.pdf.

distintos casos de sobornos en los que se vieron implicadas importantes empresas en aquella década; y por otro lado, que la respuesta dada directamente al problema del gobierno corporativo fue realmente limitada. No existió ningún estudio de la SEC (tan dada a los mismos) que de forma sistemática abordase el problema del corporate governance, que por otro lado, era objeto de debate y preocupación, tanto en la opinión pública como en el ámbito académico. Si bien es cierto que la SEC aplicó de forma contundente la legislación vigente en el momento y propuso y persiguió determinadas reformas en el proceso de auditoría societaria[248], nunca consideró de forma seria, ni cambios en la estructura de las grandes sociedades, ni que los problemas de sobornos y fraudes ocurridos en esta década requiriesen una revisión de la legislación estatal y federal en lo relativo al gobierno de las sociedades[249].

Concretando su actuación, podemos resaltar que la SEC convocó en 1975, a las 300 empresas más importantes del país, así como a jueces, abogados y profesores, al objeto de detectar cuales eran las carencias, a efectos de gobierno corporativo, de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos. Finalmente, la Comisión solo realizó propuestas relacionadas con el modo y el momento en el que requerir la información que debían hacer pública las empresas, así como a la necesidad de que las mismas implantasen comités de auditoría, nombramientos y retribuciones[250]. Su nuevo presidente, Harold Williams —nombrado a instancias de la Administración demócrata de Carter— no se decidió a aprobar las disposiciones necesarias, y finalmente solo solicitó la adopción voluntaria por las sociedades de estas normas[251]. Bajo su presidencia, en 1978, la SEC adoptó una rule[252] que a lo único que obligaba a las

[248] Seligman, *The transformation*, 534.

[249] Cfr. Sommer, «It has become increasingly clear that the Commission is no longer content with its traditional role of abstention from interference with corporate governance and is restlessly seeking to affect the manner in which corporations are governed, the relationships between their managements and shareholders, the constitution of their boards of directors, and the manner in which the various parts of the corporate community conduct themselves and relate to each other». *The impact of the SEC*, 121

[250] La SEC en 1978 propuso que en la información a enviar a los accionistas sobre la identidad de los consejeros cuyo nombramiento o reelección se proponía, se hiciera constar si los mismos eran «*affiliated*» o «*independent*». Vemos, además, como la terminología no había quedado aún definitivamente fijada, Heinonline, http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/secdoc15&div=47&g_sent=1&collection=journals.

[251] Seligman, *The transformation*, 548.

[252] Véase Robert Baldwin, Martin Cave y Martin Lodge, *Understanding regulation. Theory, strategy, and practice*, 2ª ed., (New York: Oxford University Press, 2012), 230. «Rule» es como se denomina a las normas que, sin rango de Ley, aprueba la SEC en ejercicio de la capacidad reglamentaria que le otorga, en especial la *Securities Exchange Act* de 1934; con el objeto de ordenar, fiscalizar y velar por el correcto funcionamiento del mercado de valores. Véase SEC.www.sec.gov/whatwedo/shtml, en donde se da una somera información sobre el proceso administrativo que desemboca en la aprobación de una rule por parte de la SEC.

empresas cotizadas era a hacer pública información adicional (no a la toma de acuerdos en un sentido determinado) sobre: la independencia de sus consejeros; si las sociedades tenían comités de auditoría, nombramientos y retribuciones; y si algunos de los consejeros habían acudido a menos del 75 por ciento de las reuniones del consejo el año anterior. Otra rule, en 1979 requirió modestos cambios en la forma de los corporate proxies[253].

También en 1978, el senador Howard Metzembaum, reunió una comisión de expertos, en la que estaban representadas las grandes compañías, los consumidores, las entidades financieras, y los trabajadores. La misma, si bien concluyó que el gobierno corporativo era vital para el desarrollo del sistema financiero, no fue capaz de realizar propuestas legislativas concretas. No obstante, este senador presentó al Congreso un proyecto de «*Protection of Shareholders Rights Act*» en 1980[254], en el que de forma sistemática se recogían derechos que se entendían esenciales para los accionistas[255]. No fue aprobado. A partir de este momento se inició un tímido debate doctrinal que, como veremos, no hizo sino aumentar en intensidad con el paso del tiempo.

En los años siguientes, diversas organizaciones no gubernamentales de marcado carácter profesional entraron en juego realizando distintas propuestas relacionadas con la materia. Entre ellas podemos destacar la publicación en 1978 , por The American Bar Association, Section of Corporations, Banking and Business Law del «*Corporate directors guidebook*[256]»; en el mismo año la Business Roundtable aprueba el «*The role and composition of directors of the large publicly owned corporation*»; para finalizar el año siguiente, de nuevo con la American Bar Association, esta vez el Committee on Corporate Law, con la aprobación del informe «*The overview committees of the board of directors*[257]». Pero fue la propuesta del American Law Institute *(*ALI) —organización privada integrada por abogados, jueces y profesores de reconocido prestigio— la que

[253] Securities exchange Act Releases Nos. 13482 (1978) y y 16356 (1979), en Seligman *The transformation*, 550.

[254] InternetArchive.org http://www.archive.org/stream/protectionshare00secugoog/protectionshare00secugoog_djvu.txt. Se puede observar que en el subcomité de valores está presente el senador Sarbanes, quién en 2002 fue, junto con Oxley, el artífice de la mayor reforma habida en las sociedades cotizadas norteamericanas desde la Gran Depresión. Así mismo, el 19 de mayo de 2009, se presentó un nuevo proyecto, esta vez por el senador Schumer, que tampoco fue aprobado. Govtrack.us, https://www.govtrack.us/congress/bills/111/s1074/text.

[255] Stephen M. Bainbridge, «The scope of the SEC´s authority over shareholders voting rights». http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf.

[256] American Bar Association http://apps.americanbar.org/abastore/index.cfm?pid=5070644&section=main&fm=Product.

[257] Stephen M. Bainbridge, *The new corporate governance in theory and practice* (New York: Oxford University Press, 2008), 163. El autor afirma que estos tres estudios han sido los más influyentes de esa década en relación con las funciones del consejo de administración.

causó el verdadero debate. En efecto, en 1980, y copatrocinada por la American Bar Association y el NYSE, la ALI convocó una conferencia con el fin de dar respuesta a los acontecimientos que en materia de gobierno corporativo habían tenido lugar desde 1970. Dado el prestigio de ALI, se pensó que sus conclusiones podrían incluso determinar una acción por parte del legislativo. Efectivamente, una impresionante refriega político-jurídica fue el resultado de tales propuestas, que coincidieron con el cambio de inquilino en la Casa Blanca tras la llegada de Ronald Reagan, en 1980, a la presidencia del país.

5.5 EL ORIGEN DEL CONSEJO COMO ÓRGANO MONITORIZADOR[258]

Realmente, el consejo de administración fue el centro de la discusión pública y académica que siguió a los escándalos antes relatados. Una gran cantidad de estudios concluyeron que los consejos de las grandes y medianas empresas «had ceased to fuction as a meaningful check on the corporation´s chief ejecutive officer[259]». Distintas propuestas de reforma siguieron a estos trabajos. El antiguo presidente de la SEC William Cary, propuso la aprobación de «*federal minimun standars for officers and directors of firms of certain size*[260]». De igual manera Nader, Green y Seligman[261] reintrodujeron la idea (ya propuesta en las primeras décadas de siglo tal y como hemos reseñado[262]) de que las grandes sociedades deberían inscribirse en un registro federal, sobre la base de una regulación que debería exigir una concreta composición del consejo de administración (en particular exigían la presencia en el mismo de determinados constituencies o stakeholders[263]) y unas determinadas funciones de este. Así mismo, Golschmid[264] propuso que los consejos deberían estar compuestos

[258] Como resulta obvio, nos hemos permitido realizar una traducción literal del «*monitoring board*». Sabedores de que es un término de escaso uso en nuestra práctica y teoría societaria, entendemos modestamente que es un término acertado para describir la nueva función que se atribuye al consejo.

[259] Joel Seligman, «A sheep in wolf´s clothing: the american law institute principles of corporate governance project», *George Washington Law Review* 55 (1987): 328. En D. Tsuk, «Status bound: the twentieth century evolution of directors liability», *New York University Journal of Law and Business* (2009): 133.

[260] William Cary, «Federalism and corporate law: reflexions upon Delaware», *Yale Law Journal* 83 (1974): 700.

[261] Nader, Green y Seligman, *Taming the giant*, 61-2.

[262] Véase *supra*, epígrafes 2.3.

[263] En concreto propugnan la elección de nueve consejeros, cada uno de los cuales representará los siguientes constituencies*:* «1. employee welfare, 2. consumer protection ,3. environmental protection and community relations, 4. shareholders rights, 5. compliance with law, 6. finances, 7. purchasing and marketing, 8. management efficiency y 9. planning and research». Nader, Green y Seligman, *Taming the giant*, 125.

[264] Harvey J. Goldschimd, «The greening of the board room: reflections on corporate responsibility», *Columbia Journal of Law & Social Problems* 10 (1973): 15. En Tsuk, «Status bound», 134.

exclusivamente por consejeros independientes; y Peter Drucker sugirió la creación de «*profesional directors*», «men or women of public standing and proven competence who, as members of the board, can be truly independent from the management[265]».

Es en esta década y a raíz de estos estudios y propuestas es cuando se empieza a conformar el consejo de administración como un «*monitoring board*», conceptualización que ha perdurado hasta nuestros días, tal y como con todo vigor defiende Bainbridge, y más tarde tendremos ocasión de ver. Pero realmente, desde un punto de vista teórico, el espaldarazo definitivo a esta concepción se fraguó en el trabajo del profesor de Berkeley, Melvin Einserberg: «*The structure of the corporation*» que, en palabras de Tsuk es: «perhaps the most important work on Corporate Law since Berle & Mean´s The modern corporation and private property[266]». Eisenberg concluyó que la más importante función del consejo era nombrar, y en su caso separar, al CEO, y controlar el funcionamiento del los altos directivos. Escribió, «under the monitory model…the role of the board is to hold the executives accountable for adequate results, while the role of the executives is to determine how to achieve such results[267]». En 1980, ya nadie ponía en duda que el modelo o función de control era la apropiada para el consejo. Esta idea fue reafirmada con la publicación en 1982 del *Tentative Draft* del American Law Institute «Principles of corporate governance» (cuya versión final fue publicada, tal y como ya hemos dicho en 1992, tras una década de luchas), cuyo autor principal, como señala Bainbridge[268], fue Eisenberg. Consecuentemente, acabó de tomar forma la posición de que los deberes de los consejeros eran para con los accionistas exclusivamente.

5.6 *MAY DAY*

Otro hecho de gran trascendencia en la configuración del actual sistema de corporate governance en los EE.UU, aunque inicialmente nadie pensó en sus consecuencias, fue la adopción por la SEC el 23 de enero de 1975, de la rule 19b-3 que liberalizaba las comisiones que las distintas agencias y brokers cobraban por la

[265] Henry R. Horsey, «The duty of care component of the Delaware business judgment rule», *Delaware Journal of Corporate Law* 19 (1994): 973.
[266] Tsuk, «Status bound», 135.
[267] Melvin A. Eisenberg, *The structure of the corporation. A legal analysis* (Washigton: Beard Books, 1976), 165.
[268] Bainbridge, *Corporate governance*, 53-7.

prestación de sus servicios y que desde el pacto de Buttonwood Tree[269], eran iguales para todos. Esta norma entro en vigor el 1 de mayo del mismo año, por lo que popularmente es conocida por «*May Day*». La aprobación de esta medida significó la bajada de las comisiones hasta entonces pactadas, en casi dos terceras partes, ocasionando que los inversores institucionales (y también los particulares), incrementaran su actividad[270]. Así mismo, y junto con el flujo de dinero que supuso la progresiva liberalización del movimiento de capitales a nivel mundial; hizo que las autoridades tomasen medidas para hacer sus mercados más atractivos a los inversores de otros estados. Esto se concretó en una apuesta importante por la modernización de los sistemas informáticos de contratación, así como por la reducción del coste de las operaciones en el mercado. Y debido a que el volumen contratado es inversamente proporcional al coste de transacción, la rotación en los mercados se disparó, por lo que a su vez la media temporal de tenencia de las acciones se redujo de forma exponencial[271].

6. LOS OCHENTA Y EL MERCADO DE ADQUISICIONES SOCIETARIAS

El nombramiento de Ronald Reagan como presidente del país al inicio de la década de los ochenta, además de significar una nueva mayoría política en el Congreso, supuso el nombramiento de un nuevo presidente de la SEC, Jhon Shad[272], y un importante impulso desrregulatorio. Efectivamente, cuando el ALI publicó en 1982 su *Tentative Draft* número uno (un primer borrador), el mundo político, jurídico y financiero en general, reaccionó con pánico. Los cambios de personas (la nueva mayoría republicana sustituyo a los antiguos representantes de la administración demócrata)

[269] Acuerdo firmado el 17 de mayo de 1792 entre veinticuatro brokers, según el cual el corretaje a cobrar por las operaciones de compra y venta de acciones en el NYSE, se realizaría aplicando una comisión fija sobre la suma intermediada. El texto del acuerdo es el siguiente: «We the Subscribers, Brokers for the Purchase and Sale of the Public Stock, do hereby solemnly promise and pledge ourselves to each other, that we will not buy or sell from this day for any person whatsoever, any kind of Public Stock, at a less rate than one quarter percent Commission on the Specie value and that we will give preference to each other in our Negotiations. In Testimony where of we have set our hands this 17th day of May at New York, 1792». NYSE, http://www.nyse.com/about/history/timeline_events.html.

[270] Pavlos E. Masouros, *Corporate law and economic stagnation. How shareholders value and short-termism contribute to the decline of the western Europe* (The Haghe: Eleven International Publishing, 2013), 81.

[271] Ibíd., 87.

[272] Que anteriormente había sido presidente de una conocida agencia de valores en Wall Street. *New York Times*, http://www.nytimes.com/1994/07/09/obituaries/john-s-r-shad-dies-at-71-sec-chairman-in-the-80-s.html.

operados en los consejos y juntas directivas de las distintas sociedades, asociaciones y organismos de toda clase que, inicialmente habían respaldado la actuación de la ALI, hicieron que todas ellas retiraran su apoyo al mencionado e inicial *Tentative Draft*. Así mismo, tanto el poderoso lobby de los managers y directivos, como el mundo de los negocios en general, apreciaron en estas propuestas un peligro para sus intereses económicos. Este borrador proponía dotar a los accionistas con los derechos suficientes para poder realizar una eficaz labor de control de los directivos y, de esta forma, impedir que estos utilizasen la sociedad en beneficio propio. Este argumento exigía por lo tanto, un reforzamiento de la presión reguladora, para luchar contra la supuesta indefensión de los (pequeños) accionistas. En resumen: empieza a cambiar el centro de poder del management a los shareholders, nos encontramos con los primeros balbuceos de la *shareholder primacy* (insistimos, minado el prestigio de los managers por escándalos mayúsculos y retornos económicos que ya no tenían nada que ver con los de antaño).

Al objeto de aplacar las críticas, la dirección de la ALI decidió sustituir a los responsables de la redacción del primer documento, por unos expertos más en sintonía con la corriente desrreguladora existente en el país. Fruto de este cambio, fue la modificación del primer borrador, y la alteración de la propuesta inicial que sugería que las recomendaciones contenidas en el mismo deberían ser de obligatorio cumplimiento (principalmente a través de la acción de la SEC); por una propuesta de perfil mucho más bajo, en el sentido de transformar la obligatoriedad inicial de sus conclusiones por recomendaciones de voluntario cumplimiento. Y así, finalmente, en 1992 la ALI aprobó sus «Principles of corporate governance: analysis and recomendations[273]»; siendo publicadas en 1994 con una redacción tan descafeinada que ni siquiera fue objeto de censura alguna por sus iniciales detractores.

La doctrina crítica[274] con la base intelectual que cimentó el primer y fallido borrador de la ALI, siguió defendiendo la postura de que no era demasiado preocupante que los directivos confundiesen la prosperidad de la sociedad con la suya propia. Y ello era debido a que el mercado contaba con otros mecanismos para alinear los intereses de los shareholders y de los managers. Estos mecanismos fueron, durante la década de los ochenta, principalmente el mercado de OPAS, y de adquisiciones. Durante estos años,

[273] ALI, http://www.ali.org/index.cfm?fuseaction=publications.ppage&node_id=88.
[274] Jonathan R. Macey, «The transformation of the american law institute», *George Washington Law Review* 61 (1993): 1212.

se desarrollaron una serie de instrumentos legales y financieros que propiciaron la posibilidad de que todas aquellas empresas que estuvieran infravaloradas, debido a la falta de acierto en la gestión de sus directivos, pudiesen ser objeto de una OPA[275]. El éxito de esta significaría la salida del antiguo equipo directivo y su sustitución por otro de la confianza del nuevo accionista mayoritario. Esta amenaza, prosiguen los defensores de estos mecanismos, es un factor suficiente para disuadir a los directivos de las empresas cotizadas de descuidar sus obligaciones o «confundir» los intereses propios con los sociales. En definitiva, el mayor precio que sobre el valor de la acción pagaba el ofertante, se entendía que podía recuperarlo sustituyendo a los directivos por otro equipo más capacitado que, obviamente, mejoraría los resultados.

Pero este mercado realmente frenético (y casi inexistente en Europa y Japón) llegó a su fin cuando las poderosas asociaciones de directivos[276], presionaron a los legislativos de los Estados federados para que modificaran la ley y de esta forma entorpecieran el posible éxito de las OPAS. Además, la modificación de los estatutos de muchas sociedades para incorporar las denominadas *poison pills* (cláusulas estatutarias que hacen prácticamente imposible el control de la sociedad a quien lo adquiera a través de una OPA[277]), y el endurecimiento de las condiciones financieras, hizo que esta forma de control también se diluyese.

Ante esta situación, parecía que el *manager-centric model*, volvía a imponerse, y que los derechos de los accionistas —ante su desidia e inoperancia— quedaban relegados a su mero reconocimiento formal, es decir, vacíos de contenido. Incluso el

[275] Véase, dentro de la abundantísima literatura al respecto generada en aquellos años: Michael C. Jensen «Takeovers: their causes and consecuences», *Journal of economic Perspectives* 21 (1988); Yacob Amihud y Baruch Lev, «Risk reduction as a managerial motive for conglomérate mergers», *Bell Journal of Economics* 12 (1981); Richard Roll, «The hubris hypothesis of corporate takeovers», *Journal of Business* 59 (1986) tratando de explicar las consecuancias negativas que estas operaciones pueden generar a los adquirientes; Roberta Romano «A guide to takeovers: theory, evidence, and regulation», *Yale Journal on Regulation* 9 (1992); O desde el punto de vista del origen fiscal de algunas de estas ofertas: Roland J. Gilson, Myron S. Scholes y Mark A. Wolfson, «Taxation and the dynamics of corporate control: the uncertain case for tax motivated acquisitions». En John Coffee, Louis Lowenstein y Susan Rose-Ackerman, *Knights, riders, and targets: the impact of hostile takeovers* (New York: Oxford University Press, 1988); Alan Auerbach y David Reishus, «The impact of taxation on mergers and acquisitions». En Alan Auerbach, *Mergers and acquisitions* (Chicago: Univerity of Chicago Press, 1988); También desde la perspectiva de las *management buyout*: Steven N. Kaplan, «Managements buyouts: evidence on taxes as a source of value», *Journal of Finance* 44 (1989); Katherine Schipper y Abbie Smith, «Effects of management buyouts on corporate interest and depreciation tax reductions», *Journal of Law and Economics* 34 (1991).

[276] Jonathan R. Macey, *Corporate governance* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2008), 122.

[277] Véase Franklin A. Gervutz, *Corporation law* (Minnesota: West, 2010), 706. Nos referiremos a ellas con mayor detenimiento y profundidad en el capítulo III de esta Tesis, al cual nos remitimos para ampliar bibliografía.

reputado profesor de la Universidad de Yale, Schwartz, firme defensor de los derechos de los accionistas, escribió, «that shareholder participation is not capable of working well because of its impracticability and because of the rational indifference of shareholders to participation in corporation affairs[278]».

Durante esta década, el presidente de la SEC que más tiempo estuvo en el cargo fue, el ya mencionado, John Shad. El cual, por formación (profundamente influenciado por la Teoría del Análisis Económico del Derecho), y por convicción política, era contrario a la aprobación de nueva normativa que regulase los fallos en el sistema. Era más partidario de la acción auto-correctora del mercado[279]. Esto hizo que la respuesta de la Comisión[280] a las «*hostile tender offers*» que caracterizaron estos años, fuera la remisión al mercado y a la legislación de los Estados, lo que acumulativamente hizo que se reforzara la posición del management de las sociedades opadas u objeto de oferta, con el resultado de la desactivación de aquellas tal y como acabamos de exponer. Su sucesor en el cargo —Ruder, en 1987— ya anticipó que esta clara inclinación en favor de los managers, y las consiguientes modificaciones estatutarias que tuvieron como resultado la admisión generalizada de las *poisons pills*, sin duda dificultarían la transmisión de las acciones.

Podemos afirmar, por lo tanto, que en esta década muy poco quedó del ideal del principio de siglo XX de la democracia participativa (o *shareholder democracy*) de los accionistas (también es verdad que las estructuras accionariales y tipología de los mismos habían cambiado totalmente). Con la eliminación de cualquier otra alternativa para influenciar a la dirección de la compañía, los accionistas quedaban avocados al ejercicio de sus derechos «del mercado» de «*exit*» o «*voice*[281]». El accionista individual era un inversor con poco, si es que algún poder, y su participación en la gestión de los asuntos sociales se volvió una reliquia de tiempos pasados. Solo la pujante llegada de los inversores institucionales logró hacer despertar en el comunidad académica, la

[278] Donald Schwartz, «Shareholder democracy: a reality or a chimera?», *California Management Review* 25 (1983): 55.
[279] Seligman, *The transformation*, 576.
[280] Ibíd., 584 el autor señala las dos ocasiones en las que la Comisión prestó «devoted sustained attention to aspects of the hostile takeover phenomenon». En concreto, la creación en febrero de 1983 de un «*Advisoty Committee on Tender Offers*»; y en junio de 1984, de un «*Subcommittee on Shareholder Participation and Qualitative Listing Standards*», en el que se analizó la conveniencia o no, de prohibir el voto plural.
[281] También llamada «*The Wall Street rule*». Con esta expresión se hace referencia a que los accionistas tienen dos opciones para mostrar su desacuerdo con la gestión de la sociedad que realiza su dirección, bien salirse (*exit*) es decir, vender sus acciones; bien quedarse, y ejercitar su derecho a ser oídos en la junta (*voice*). Véase Albert O. Hirschman, *Voice and loyalty: responses to decline in firma, organizations and states* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1970). En Iris H-Y. Chiu, *The foundations and anatomy of shareholder activism* (Portland, Oregon: Hart Publishing, 2010), 38.

financiera y la clase política, un interés que, hábilmente utilizado por aquellos (bajo el ropaje de un supuesto y renacido interés por los derechos de los accionistas), sirvió para transformar, en provecho propio, una reacción, que, tal y como veremos, ha llevado a destinos no deseados.

7. LA DÉCADA DE LOS NOVENTA Y LA CONSOLIDACIÓN DE LA SHAREHOLDER PRIMACY

7.1 DÉCADA DEMÓCRATA, Y SIN EMBARGO, INERCIA DESRREGULADORA

Levitt fue nombrado presidente de la SEC con la llegada de Clinton a la Casa Blanca, y estuvo en el cargo desde 1993 hasta 2001. Trató de resistirse a la inercia desreguladora que, a pesar de la llegada de los demócratas al poder, aún prevalecía tanto en la comunidad política como en la académica. De hecho, durante su mandato, se aprobaron algunas de las leyes más neoliberales de la historia de los Estados Unidos. Como ejemplo, señalar que nada más tomar posesión del cargo, la «*Task Force on Disclosure Simplification*» recomendó la eliminación de ochenta y un rules de la Comisión, veintidós formularios, así como la modificación de decenas de otros[282]. Si bien es cierto que la esencia del sistema de información quedó inalterada.

Así mismo, se aprobaron: la Private Securities Litigation Reform Act (1995) que limitó y redujo de forma drástica la posibilidad de demandar a las sociedades y sus administradores por daños causados a sus accionistas (realmente puso un poco de orden en una legislación dispersa y complicada que generaba cierta inseguridad jurídica[283]); la

[282] SEC, Task Force report on Disclosure Simplification, 1995-96. Fed. Sec. L. Rep. (CCH).85, 738 (Mar. 3, 1996). En Seligman, *The transformation*, 633;

> *The PSLRA was enacted in order to minimize the practice of certain law firms that commenced class actions against companies alleging wrongdoings in general terms and then proceed on "fishing expeditions" to attempt to uncover malfeasance on the part of companies. The very liberal discovery rules in litigation in the United States generally permits litigants to engage in extensive pretrial discovery proceedings thereby forcing companies to open their books and records. Rather than engage in such costly litigation, companies often settle for millions of dollars, with that law firms that commenced the action receiving sizeable fees. Congress addressed the alleged abuses by the enactment of PSLRA.*
>
> Roy Girasa, *Corporate governance & finance law* (New York: Pelgrave-MacMillan, 2013), 205.

National Securities Markets Improvement Act (1996) y la Gramm-Leach-Bliley Act[284] (1999), ratificada por el presidente Clinton, y que de hecho supuso el fin de la separación entre bancos industriales y comerciales, en vigor desde la Glass-Steagall Act (1933). Por el contrario, es justo señalar que su oposición, en julio de 1995 a la propuesta del senador Jack Fields denominada *Proposal for a Capitals Market Deregulation and Liberalization Act*[285] (recordar que desde 1994 los republicanos tenían la mayoría en ambas cámaras) fue esencial a la hora de conseguir abortar la misma.

Pero si por algo se recordará a Levitt, será por su determinación en reclamar un endurecimiento de las normas sobre auditoría y contabilidad de las sociedades. Persiguió —y logró— que el auditor interno pasara a ser parte del sistema de gobierno corporativo de la sociedad. Su falta de confianza en estos profesionales, le hizo promover una serie de medidas encaminadas al cumplimiento estricto de la normativa contable (especialmente relativos a la contabilización e información de derivados financieros, así como a evitar el prematuro reconocimiento de ingresos). Fruto de ellas fue el conseguir convencer a los presidentes del NYSE y del NASDAQ, para que nombraran un grupo de expertos que analizara las funciones y efectividad de los comités de auditoría que los consejos de administración de las sociedades cotizadas tenían obligación de nombrar. El grupo estaría presidido por J.C. Whitehead (expresidente de Goldman Sach) e Ira Milstein, socia de una importante firma de abogados[286]. Este comité se denominó Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees. En 1999 publicó sus conclusiones con diez recomendaciones, la principal, que toda compañía que cotizase en el NYSE o en el NASDAQ, y con una capitalización superior a los veinte millones de dólares, debería tener un comité de auditoría compuesto íntegramente por consejeros independientes, con un mínimo de tres miembros, cada uno de los cuales debería tener amplios conocimientos de contabilidad. Además, el Comité recomendó:

> *that the NYSE, and the NASD require the audit committee of each listed company to (i) adopt a formal written charter that is approved by the full board of directors and that specifies the scope*

[284] Esta ley ha sido señalada por la comunidad académica y profesional, como una de las causantes de la crisis financiera de 2008. De hecho, su máximo mentor y presidente del *Senate Banking Committee* de 1995 al 2000, fue acusado por la revista Time, de ser una de las veinticinco personas causantes de la crisis. *Time*: http://www.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,1877351_1877350_1877330,00.html.

[285] Seligman, *The transformation,* 674. En palabras de este autor, el congresista Fields, presidente del Subcomité de Telecomunicaciones y Finanzas del Congreso, pretendía «the most sweeping reform of securities laws in the last 40 years».

[286] Ibíd., 720.

of the committee´s responsibilities, and how it carries out those responsibilities, including structure, processes, and membership requirements, and (ii) review and reassess the adequacy of the audit committee charter on an annual basis"; that the revised audit committee be "Responsive for ensuring the receipt from the outside auditors of a formal written statement delineating all relationships between the auditor and the company, consistent with Independent Standards Board Standards[287].

Lógicamente, estas recomendaciones fueron adoptadas por la SEC, el NYSE y el NASDAQ. La aprobación de estas normas coincidió además con la investigación realizada por la Comisión, sobre una serie de infracciones cometidas por Arthur Andersen y Coopers & Lybrans (luego fusionada con Pricewaterhouse) en la que de forma increíble, se descubrió que durante el período investigado esta última había infringido la norma que regulaba la prestación de los servicios de auditoría en más de 8.000 ocasiones. Esto hizo manifestar a Lewitt, «the lesson of this episode is cristal clear: self-regulation by the accounting profession is a bad joke…The firms would never subject themselves to scrutiny unless forced to do so[288]».

La siguiente revisión que realizó la SEC sobre las normas de independencia de los auditores, se focalizó en el control de los servicios —distintos a los de auditoría— que los auditores prestaban en paralelo con los propios de su profesión (es decir, asesoramiento legal, consultoría, prestación de servicios informáticos, etc.). Tras una impresionante guerra entre las (entonces) «*big five*» y la SEC, esta aprobó[289] en noviembre de 2000, la *Revised Accounting Independence Rule*[290].

7.2 INTERNACIONALIZACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Es por tanto, al inicio de esta década de los noventa cuando realmente se produce la explosión a nivel internacional del estudio del gobierno corporativo, siendo Reino Unido el camino de entrada a nuestro continente. El primer documento «oficial» en esta materia, fue el «Informe Cadbury[291]», que marcó un antes y un después en la historia europea sobre esta materia. El citado informe se elaboró en un momento de crisis económica e incluso existencial del Reino Unido, ante la comprobación de la pérdida evidente de su liderazgo político y social a nivel mundial. Así mismo, coincidió

[287] Ibídem.
[288] Ibíd., 722.
[289] Ibíd., 721.
[290] *Rule 2-01(c)(4) of Regulation S-X*. SEC, http://www.sec.gov/rules/final/33-8183.htm.
[291] European Corporate Governance Institute (ECGI), http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf.

con una serie de escándalos mayúsculos[292] que se achacaron a la falta de un apropiado gobierno corporativo. Todo ello, junto con la habilidad del Comité para lograr que el *London Stock Exchange*[293] lo incluyese como un anexo a las normas que debían cumplir las compañías cotizadas en este mercado, le otorgó una influencia y ascendiente sobre la mayoría de los códigos posteriores de todo el continente que, aún hoy, es incuestionable.

Esto coincidió en el tiempo, con que en toda Europa, se puso en marcha una política liberalizadora de los mercados de capitales, así como privatizadora de muchas de las grandes empresas estatales, lo que propició la rápida adopción de códigos de buen gobierno. Finalmente —y como consecuencia de todo lo anterior— se produjo la llegada de los grandes fondos americanos al capital de las grandes sociedades europeas. Estos fondos, antes de entrar en el accionariado de cualquier sociedad, ponían como condición *sine qua non*, que esta tuviese aprobadas unas elementales normas de corporate governance.

En 1999, con la aprobación y publicación de los «principios de gobierno corporativo» por parte de la OCDE[294], se produjo el espaldarazo definitivo al estudio, aplicación e implantación de los denominados «códigos de buen gobierno» que tanta expansión (no nos atrevemos a decir que también éxito, visto lo visto) tuvieron por todo el planeta. Fueron diversos los estudios de consultoras (en este caso, Mckinsey[295]) y analistas que aseguraban que los inversores institucionales estaban dispuestos a pagar sobreprecios de hasta un 30 por ciento por las acciones de sociedades que cumpliesen estrictamente con las exigencias de los principios de «*corporate governance*» de la OCDE.

Como decimos, este fue también el banderazo de salida, tanto para las empresas asiáticas (incluido Japón, que aprobó su primer código en el año 2001), como para las de Europa central (directamente influidas por el particular proceso de privatización de las empresas públicas que cada una de los Estados utilizó, tras sacudirse el yugo soviético) y las de Sudamérica, en especial Brasil. En casi todos los casos estos códigos han estado patrocinados y auspiciados por el regulador del mercado de valores de cada

[292] En especial Ian Robert Maxwell, magnate de los medios de comunicación británicos, quien utilizó —y vació— los fondos de pensiones de los empleados del Mirror Group. Véase *New York Times*, 12 octubre 1991, http://www.nytimes.com/1991/12/10/business/worldbusiness/10iht-max__2.html.
[293] Véase *London Stock Exchange.* http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm.
[294] OECD, http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf. Estos principios fueron actualizados en el año 2004.
[295]Mckinsey and Company http://www.mckinseyquarterly.com/Governance/Boards/Three_surveys_on_corporate_governance_965.

uno de los Estados. Como muy bien sabemos, en los Estados Unidos, al ser un sistema «*ruled based*», no se optó por estos códigos de voluntario cumplimiento.

8. DE 2000 A 2014. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y LAS RESPUESTAS LEGALES A LAS DISTINTAS CRISIS

8.1 LA DEFINITIVA IRRUPCIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES COMO ÁRBITROS DEL CORPORATE GOVERNANCE

Para el inicio de la siguiente década (año 2000), los inversores institucionales (especialmente los *pension funds*) habían desarrollado una importante agenda de activismo institucional y comandados por el fondo Calpers[296], habían conseguido que se despidiese —debido a sus pobres resultados— a los principales ejecutivos y consejeros de grandes sociedades cotizadas como Westinghouse, American Express, IBM, Kodak y General Motors[297]. Así mismo, influyeron de forma importante en el cambio del sistema de retribución de la alta dirección, modificando el «*pay for size*» por el «*pay for performance*[298]». Este cambio hizo que se dispararan las *stock options* como modelo de compensación preferido por el management en un mercado eminentemente alcista (*bull market*), como lo fue el de esa década. No es necesario recordar las lamentables consecuencias que el abuso de estas fórmulas ha ocasionado años después. Los inversores institucionales continuaban presionando, e inclinando poco a poco la balanza de su lado. El management y los consejos de las sociedades, que tan escasa atención habían prestado a los pequeños accionistas; ahora, y ante los nuevos y formidables «vicarios» de los pequeños inversores, empezaban a doblegar la testuz. Sus puestos de trabajo y suculentas remuneraciones estaban en juego.

8.2 ENRON Y LA SOX

[296] California Public Employees´ Retirement System: paradigma fondo activista.
[297] John Pound, «The rise of the political model of corporate governance», *New York University Law Review* 68 (1993): 1006-59.
[298] Frank Dobbin y Dirk Zorn, «Corporate malfesance and the myth of shareholders value», *Political power & social theory* 17 (2005): 189. En Brian R. Cheffinf, «The history of corporate governance», *ECGI Working Papers* nº 184 (2012). http:/ssrn.com/abstract-197504.

En 2001 se nombró a Harvey Pitt como nuevo presidente de la SEC, tras la llegada de George W. Bush a la Casa Blanca[299]. Su estreno en el cargo no pudo ser más accidentado. En efecto, el día 8 de noviembre de 2001 en el modelo 8-K, la empresa Enron[300], en un inesperado comunicado[301], informa al mercado de un «*restatement*» o revisión de sus resultados contables desde el año 1997. Fue, sin duda, el mayor escándalo de la historia bursátil de los Estados Unidos, al menos desde la aprobación de la Securities Exchange Act en 1934. Para Seligman, por un lado la pérdida de eficacia de la SEC —debido principalmente a los recortes presupuestarios y al aumento de denuncias por prácticas prohibidas en el mercado— y por otro, el rechazo de la Administración republicana a intervenir en el mercado, causaron un deterioro institucional cuyo máximo exponente fue Enron[302].

Como resultado de este colapso se creó el «*The Enron Special Committee Report*», presidido por el decano de la Facultad de Derecho de la Universidad de Texas, William Powers. El resultado de su investigación fue el conocido como «*Powers Report*[303]» que en lo que a este trabajo afecta, señala en sus conclusiones dos advertencias directas. La primera, son los evidente fallos en el gobierno corporativo de la sociedad, y la segunda, los errores en la información suministrada al mercado por Enron.

No cabe ninguna duda de que tras este colapso, y debido a la participación activa del gigante de la auditoría Arthur Andersen en la quiebra de Enron (al menos como cooperador necesario), existía un caldo de cultivo propicio a realizar una nueva aproximación a la regulación de los auditores. En enero de 2002, existían tres propuestas de peso en relación con la supervisión de los auditores, la tercera de las cuales —la popularmente conocida como la Sarbanes-Oxley Act[304]— fue aprobada el día 30 de julio. Esta ley crea un Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) que es el organismo que, dependiendo de la SEC, tiene como misión el control de las compañías de auditoría que emiten más de cien informes anualmente.

---

[299] Seligman, *The transformation*, 728

[300] Véase John C. Coffee, *Gatekeepers. The professions and corporate governance* (Oxford: Oxford University Press, 2006). Además de explicar de forma pormenorizada lo que ocurrió con Enron, realiza un análisis realmente interesante sobre el papel desempeñado en esta quiebra por los *Gatekeepers*. Es decir, por los grupos de profesionales que se relacionan con las empresas, y que en este caso fueron incapaces de detectar ningún problema. En concreto, repasa la actuación de auditores, abogados, analistas y agencias de *rating*.

[301] SEC, http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1024401/000095012901503835/h91831e8-k.txt.

[302] Seligman, *The transformation*, 728.

[303] Georgetown University, http://bodurtha.georgetown.edu/enron/Board_Special_Report_content.htm.

[304] University of Cincinnati, http://www.law.uc.edu/CCL/SOact/soact.pdf.

La Sox indudablemente representa un cambio fundamental en la forma de abordar la publicación de información en los Estados Unidos, ya que se desplazan las permisivas normas tradicionales, por normas imperativas. Así mismo, el Gobierno federal está jugando un papel mucho más decisivo, desde que la SEC ha extendido sus competencias a áreas que hasta entonces habían sido exclusivamente reguladas por los Estados[305]. Y finalmente, los grupos profesionales «autorregulados[306]» (contables, auditores y analistas), fueron situados al frente de la discusión sobre gobierno corporativo[307]. Para la ALI, esta ley tiene cinco objetivos básicos: a) reforzar la independencia de las firmas auditoras, b) mejorar la calidad y transparencia de los estados financieros e información societaria; c) mejorar el gobierno corporativo; d) mejorar la objetividad de las investigaciones; e) reforzar la aplicación de las Leyes federales, incluyendo la exigencia de responsabilidades penales.

Lo cierto es que si bien la Sox[308] no realiza una atribución directa de nuevos derechos a los accionistas, ni en términos de derechos de voto, ni en el de elección de consejeros[309], indirectamente —tal y como nos dice Talbot[310]— son todo disposiciones que sólo les benefician. Así mismo, tal y como tendremos ocasión de ver, esta ley apoya decididamente la propuesta de conformar un consejo de administración con más poder y por lo tanto, más independiente del management[311].

[305] «Sox moved into areas of Corporate Governance historically within the domain of state corporate law». Palmiter, *Securities regulation*, 38.

[306] «*Autoregulated*», en expressión inglesa. Estos grupos de profesionales, casi no estaban regulados por ninguna norma, al entenderse que era más efectiva la postura de permitir que sus propias organizaciones profesionales fuesen las que aprobaran sus códigos de conducta.

[307] Gregory Jackson, «Understanding corporate governance in the United States. An historical and theoretical reassessment». Fundación Hans Boeckler, http://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_223.pdf, 39.

[308] Roberta Romano, «The Sabarnes-Oxley Act and the making of quack corporate governance» (september 25, 2004). NYU, Law and Econ Research Paper 04-032; Yale Law & Econ Research Paper 297; Yale ICF Working Paper 04-37; ECGI - Finance Working Paper 52/2004. SSRN, http://ssrn.com/abstract=596101 o http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.596101 . La reconocida profesora realiza una crítica devastadora de la ley, por considerarla innecesaria, deficiente técnicamente y cara de implantar para las sociedades; Véase Robert Charles Clark, «Corporate governance changes in the wake of the Sarbanes-Oxley Act: a morality tale for policymakers too». http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=808244 . Este autor critica la falta de estudios empíricos —de nuevo en la más pura tradición metodológica legal norteamericana— que sustenten las normas promulgadas.

[309] Véase Lisa M Fairfax, «The future of shareholder democracy», *Indiana Law Journal* 84 (2009): 1259. La autora critica que la SEC no aprobara en el año 2007 un proyecto de norma (*a proxy access rule*) que obligara a la dirección de las compañías a incluir en las votaciones los candidatos propuestos por accionistas con una determinada representación. Entiende que es un contratiempo importante, y que los accionistas deben continuar su «historical battle for proxy access».

[310] Lorraine E. Talbot, «Polanyi's embeddedness and shareholder stewardship: a contextual analysis of current anglo-american perspectives on corporate governance», (november 18, 2012). NILQ 62(4), 451–68; Symposium paper, Oxford, april 2010; Warwick School of Law Research Paper No. 2012/20. SSRN: http://ssrn.com/abstract=2177645 : 458.

[311] Bainbridge, *Corporate governance*, 44.

8.3 LA CRISIS Y LA DODD-FRANK

La brutal crisis financiera que sufrió el país desde el año 2007, hizo que se aprobara con carácter de urgencia la denominada *Dodd-Frank Act*[312]. Que en palabras de la SEC, ha supuesto un:

> *framework that will support an entirely new regulatory regime designed to bring greater transparency and access to the securities-based swaps market, adopted rules that will result in increased oversight and transparency around hedge fund and other private fund advisers, gave investors a say-on-pay regarding executive compensation and established a whistleblower program which offers incentives for individuals with information regarding securities law violations to come forward. The SEC also has proposed a series of rules designed to improve the practices of credit rating agencies, including rules to limit the conflicts that may arise when NRSROs rely on client payments to drive profits and rules to monitor rating agency employees who move to new positions with rated entities*[313].

Realmente, esta ley solo afecta al objeto de nuestro trabajo en las siguientes secciones: 1) la sección 951, que es la denominada «*say-on-pay mandate*», que regula la votación periódica (y no vinculante) de los accionistas sobre la retribución del consejo y altos directivos; 2) la sección 952, que regula la composición y obligaciones del comité de retribuciones; 3) la sección 953, que permite a la SEC solicitar información adicional, relacionada con la política de retribución; 4) la sección 954, que hace referencia a la devolución de retribuciones a la compañía; 5) la sección 971, que afirma que la SEC tiene autoridad para promulgar una rule que regule la forma en la que cualquier accionista puede utilizar el sistema de delegación de voto para nominar candidatos a un puesto en el consejo y 6) la sección 972, que exige a las compañías informar si la misma persona que es presidente del consejo es, además, máximo ejecutivo de la compañía, y el por qué es, o no, de esta forma[314].

Como bien sabemos, esta ley es extensísima (848 páginas), y en ella se contienen más de 400 mandatos a las agencias federales, para que regulen determinados aspectos por la misma tratados, cien de los cuales se dirigen a la SEC, que tal y como dice el comisionado Gallagher[315], tiene unos medios escasos.

---

[312] SEC, http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf.
[313] SEC, http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml.
[314] Stephen Bainbridge realiza un furibundo ataque a la ley: «Dodd-Frank is to corporate governance as quackery is to medical practice».«Dodd-Frank: quack federal corporate governance round II», *Minnesota Law Review* 95 (2011): 1779-83.
[315] SEC, http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171492342#.Uh3zbG1pCYY. Conferencia dada el 22 de febrero de 2013, en la sede de la SEC, en Washington D.C.

También ha sido promulgada la denominada Jumpsart Our Business Startups (JOBS) Act, el 3 de enero de 2012, de solo veintidós páginas, en la que tangencialmente, se abordan asuntos relacionados con el gobierno corporativo, al reducirse la información que deben depositar en la SEC aquellas empresas de nueva creación y de dimensiones reducidas. La Administración Obama ha tratado de facilitar la creación y puesta en marcha de pequeñas sociedades, aminorando los costos y cargas impuestas por la SEC y otros organismos a las grandes empresas. Se flexibiliza tanto la información[316] que tienen que poner a disposición de público, como los estándares de auditoría[317]. No obstante, esto ha sido criticado incluso por parte de uno de los cinco miembros del gobierno de la Comisión, para quién esta relajación en las normas relativas a la información que las empresas deben dar al público en general, castigará en última instancia a los inversores[318].

8.4 LA CONSOLIDACIÓN DE LA SHWM

De todo lo expuesto en este capítulo, podemos afirmar que el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos, tanto en su vertiente regulada, como en la de voluntario cumplimiento, ha ido evolucionando —madurando, nos atreveríamos a decir— siempre como reacción a una importante crisis. Así es, tanto la *Securities Act* de 1933, como *Securities Exchange Act* de 1934 fueron la respuesta legislativa al Crash del 29 y los desmanes de un mercado sin regular. La crisis del petróleo de los setenta tuvo como efecto la reacción de la SEC a través de los settlements y los primeros códigos de buen gobierno. Los escándalos del inicio del presente siglo, la Sox, y la crisis de 2008, la Dodd-Frank. Realmente, en la exposición de estos hitos podríamos resumir la evolución del corporate governance.

A través del devenir histórico que hemos expuesto en este capítulo, hemos visto como han cambiado las circunstancias socioeconómicas en los Estados Unidos y con ellas, las leyes, la tipología de los accionistas y la forma de interpretar las relaciones de poder en la sociedad mercantil capitalista cotizada. Pero lo que nunca ha cambiado, ha sido la defensa de la idea de que la sociedad debe ser gestionada en primer lugar en beneficio de sus accionistas.

[316] Sección 102. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfjjobsactfaq-title-i-general.htm.
[317] Secciones 103 y 104. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfjjobsactfaq-title-i-general.htm.
[318] SEC, http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515808#.Uh3vEW1pCYY. Conferencia impartida por el comisionado Aguilar el día 19 de abril de 2013, en la Georgia State University, bajo el título «Institutional investors: power and responsibility».

Son cada vez más los estudios que analizando la historia económico-financiera de los últimos años, empiezan a desvelar el rol jugado por este modelo en la más reciente crisis financiera[319]. Tal vez haya llegado el momento de permitir la entrada de otros constituencies en el órgano de administración de la sociedad, así como de primar la lealtad de los accionistas a largo plazo.

[319] William Lazonick y Mary O´Sullivan, «Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance», *Economy & Society* 29, Issue 1(2000):13; Michael Marin, «Disembedding corporate governance: the crisis of shareholder primacy in the UK and Canada», *Queen´s Law Journal* 39 (2013): 223 (totalmente extensible a los EE.UU, de hecho, las referencias son constantes); Pavlos Masouros, *Corporate law and economic stagnation: How Shareholder Value and Short-Termism Contribute to the Decline of the Western Economies,* (The Hage: Eleven International, 2013).

II. FINALIDAD DE LA SOCIEDAD Y FUNCIÓN DEL «*CORPORATE LAW*» EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

Llegados a este punto, es funcionalmente necesario realizar una aproximación a cuál es, para la doctrina mayoritaria de los Estados Unidos de América, el concepto de «corporation» así como, el cometido encomendado al derecho de sociedades. Entendemos que su especificidad con respecto a nuestras concepciones europeas, justifica este capítulo. De no ponerlas de manifiesto sería difícil la comprensión, en su integridad, de nuestra elaboración posterior. Como veremos, las diferencias son muchas; y de su inadecuada identificación, procede su errónea percepción, aquí en Europa. Por tanto, el estudio del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en aquel país requerirá, para ser eficaz, una completa inteligencia de cuáles son sus fundamentos teóricos.

Podemos afirmar que la doctrina legal norteamericana, en lo que se refiere al derecho de sociedades[1]—pero también ampliable a otras ramas de su ordenamiento jurídico— se agrupa en torno a dos ideas básicas (o a dos almas distintas). Una es el individualismo liberal, concretado en las teorías deudoras de la Escuela del Análisis Económico del Derecho (EAED) o contractualistas[2], claramente mayoritaria (y cuya principal concreción teorética, omnipresente en estos momentos en el panorama legal norteamericano, es la denominada *Shareholders Wealth Maximization.* Y otra, el denominado Comunitarismo[3], «*progressive legal thought*»[4] o «*humanistic model*[5]» (en

[1]Brian R. Cheffins refiriéndose al «*American legal thought*»: «The oscillation has allegedly been between "formalistic" analysis and "realistic" views». *The trajectory of (corporate law) scholarship* (Cambridge: Cambridge University Press, 2004), 23.

[2] John D. Bishop señala: «what the hypothetical social contract argument does establish are the definitional rights of corporations; corporations have the rights to be autonomous, to engage in economic activities, and to pursue private purposes. They have a responsibility to respect human freedom and rights, but they do not have pre-legal responsibilities to pursue any social goals». «For-profit corporations in a just society: A social conduct argument concerning the rights and responsibilities of corporations», *Business Ethics Quarterly* 18 (2008)2: 210.

[3] Es necesario acotar el término «comunitarista», ya que en la doctrina de los Estados Unidos tiene un sentido distinto al que le damos en Europa. El Comunitarismo desde el punto de vista filosófico critica el liberalismo por entender que es la comunidad la que conforma al individuo y no al revés. Desde un punto de vista ideológico ha sido definido como «a *radical centrist ideology*», en la que la política económica se escora a postulados socialdemócratas, mientras que en lo social y moral es conservadora. Este movimiento surgió como reacción a la publicación de la obra de John Rawls, *Theory of justice*, 2ª ed., (Boston: Harvard University Press, 1999), y su visión radicalmente individualista del ser humano. A esta corriente se adhirió buena parte del pensamiento social católico norteamericano. No obstante, probablemente su máximo exponente sea el sociólogo judío Amitai Etzioni, véase «A communitarian note on stakeholder theory».

fase de un prometedor despertar[6] tras los efectos de la devastadora crisis de 2008, y cuya principal concreción son las distintas propuestas de promoción de los derechos de todos los stakeholders). Aunque existen escuelas y autores que proclaman la existencia de caminos intermedios[7], o alternativas ideológicas, realmente, todas ellas se reducen a estas dos[8].

En efecto, la posición que se asuma desde la base de la construcción de la idea de sociedad, tendrá luego su reflejo en el desarrollo de conceptos y sistemas cada vez más complejos, como lo son el derecho de sociedades y el gobierno corporativo.

Tal y como expondremos en la presente Tesis, estas dos concepciones pugnan por dar una solución al problema de la finalidad de las sociedades en general[9] y del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en particular, con el objetivo de que estos motores del desarrollo, lo sean también del progreso[10]. De esta forma se beneficiarán de su eficiencia y capacidad para generar riqueza, no solo sus accionistas

---

Business Ethics Quarterly (1998); Kenneth L. Grasso, Gerard V. Bradley y Robert P. Hunt, *Catholicism, liberalism and communitarism* (Lanham, Maryland: Rowman & Littlefield, 1995).

[4] Lawrence E. Mitchel, *Progressive corporate law* (Boulder, Colorado: Westview Press, 1995); Loraine Talbot, *Progressive corporate governance for the 21st century* (New York: Routledge, 2013).

[5] Existen, en efecto, distintas formas de denominar esta corriente de pensamiento legal. Utilizaremos preferentemente en este trabajo la de «comunitarismo» y la de «progressive», por entender que son las que mejor reflejan su esencia. Stephen Bainbridge realiza una clara exposición de las diferencias entre «*contractualism*», «*comunitarism*» y «*progressive legal thought*» en «Community and statism: a conservative contractarian critique of progressive corporate law scholarship», *Cornell Law Review* 82 (1996): 856. Ideológicamente, aunque son difíciles de encuadrar en el espectro político europeo, podemos decir que la primera se situaría a la derecha, la última a la izquierda, y el *communitarism* en el centro.

[6] Cfr. Stephen Bainbridge. Este autor afirma que cada veinte años (una generación académica) se intenta desbancar a la SHWM como referente teorético en el derecho de sociedades; aunque nunca tendrá éxito:

> *Just as sunspots come in cycles, so too does the corporate social responsibility debate. In the 1930s, we had the Berle-Dodd debate. In the 1950s, Berle and others revisited the issue. In the 1970s, there was a major fracas over corporate social responsibility. Finally, today we have the non shareholder constituency debate. The 20 year spacing is particularly interesting, because that is just about one academic generation. Each generation of new scholars seems compelled to rehash the same set of problems. To be sure, each iteration adopts a new terminology, focuses on a slightly different facet of the problem, and develops some new ideas. At bottom, however, we have been here before.*
>
> Ibíd., 913.

[7] Andrew Keay, *The corporate objective* (Northampton. Massachusetts: Edward Elgar, 2011), 24. Este autor realiza un concienzudo repaso de las diversas «*theories of the firm*» y concluye que no se pueden reducir a solo dos corrientes doctrinales.

[8] En el apartado 2 de este capítulo, expondremos las distintas teorías en las que estas dos corrientes de pensamiento cristalizan, según se ponga un mayor énfasis en una u otra característica relevante de las mismas.

[9] Stephen Bottomley nos previene contra la dificultad de tratar de idear una gran teoría que sirva para todas las sociedades y en todos los contextos: «I have noted the breadth and diversity of the corporate world and I have commented on the pitfalls of attempting to devise a grand theory for all corporations in all contexts». *The constitutional corporation* (Burlington Vermont: Ashgate, 2008), 17.

[10] Pontificio Consejo justicia y paz. *Compendio de la doctrina social de la Iglesia* (Madrid: Biblioteca de autores cristianos, 2004), 53; citando a la encíclica *Sollicitudo Rei Socialis*, distingue entre progreso y desarrollo. Este último, «no puede limitarse a la multiplicación de los bienes y servicios, esto es, a lo que se posee, sino que debe contribuir a la plenitud del "ser" del hombre».

—que por supuesto, y sobre todo, deben hacerlo— sino también el resto de stakeholders[11] y la sociedad en su conjunto.

1. SOBRE LA DIVERGENCIA ENTRE EL PENSAMIENTO LEGAL NORTEAMERICANO Y EL EUROPEO

Son innegables las diferencias que la doctrina norteamericana mantiene con la europea, tanto en lo referente al concepto de sociedad, como al enfoque metodológico que aplica al estudio y exposición del corporate law[12]. Ambas cuestiones han estado —y están— profundamente influenciadas por la recepción y aceptación mayoritaria de unas teorías que en nuestro continente no tuvieron, por diversos motivos, predicamento alguno. Tal y como afirman Grechenig y Gelter[13], lo que realmente diferencia la investigación del Derecho en los Estados Unidos y en Europa, es que en aquel país la irrupción del «*legal realist movement*» hizo que la doctrina estudiara la Ley desde una perspectiva externa. Y por el contrario, en nuestro continente es analizada desde su interior, y como disciplina independiente de otras ciencias sociales.

Para estos dos autores, la actual divergencia tiene dos causas. La primera, que en los Estados Unidos el «*legal realism*[14]» realizó una crítica tan despiadada y demoledora del pensamiento legal clásico o formalista, que dejó un vacío doctrinal ávido de ser ocupado por nuevas aportaciones doctrinales. Mientras que en Europa —especialmente en Alemania— la Escuela del Derecho Libre[15] intentó una labor similar, pero no pudo «expulsar» el positivismo jurídico firmemente asentado, con lo que no existió espacio

[11] Véase R. Edward Freeman, *Strategic management: a stakeholder approach* (Boston: Pitman, 1984).

[12] Utilizaremos indistintamente los términos «corporate law» y «derecho de sociedades» para referirnos a esta disciplina jurídica en los EE.UU.

[13] Kristoffel Grechenig y Martin Gelter, «The transatlantic divergence in legal thought: american law and economics vs. german doctrinalism», *Hastings International and Comparative Law Review* 31 (2008): 295.

[14] Véase Oliver Wendell Holmes, Jr, *The path of the law* (Bedford. Massachusetts: Applewood, 2006); William W. Fischer, Morton H. Horwitz y Thomas A. Reed, *American legal realism* (New York: Oxford University Press, 1993); y Justin Zaremby, *Legal realism and american law* (New York: Bloomsbury, 2013).

[15] Juan Berchmans Vallet de Goytisolo, en relación con el movimiento del Derecho Libre comenta «este voluntarismo se transmuta en un nihilismo en los denominados realismos angloamericano y escandinavo, caracterizados por un judicialismo extremo y un rechazo al empleo a la lógica en el derecho. Esto conlleva la creencia de que es de esencia en el derecho el dato de ser creado por los tribunales y así hecho valer, que llega a O.W. Holmes hasta el punto de afirmar que "decir lo que es derecho es profetizar lo que realmente harán los jueces y tribunales en un caso dado". Benjamin N. Cardozo diría que "la lógica jurídica es lógica de probabilidades, y que el derecho se refiere a su predicción"» en *Manuales de Metodología Jurídica I. Manual introductorio a las Metodologías del Derecho* (Madrid: Fundación cultural del notariado, 2004), 203.

para la llegada de nuevas teorías. Y la segunda, el arrollador éxito del utilitarismo en los Estados Unidos; y por el contrario, la directa oposición al mismo por parte de la Filosofía del Derecho en Alemania, así como a cualquier otro movimiento basado o relacionado con en el análisis económico del derecho[16].

Como consecuencia, la doctrina norteamericana, para sorpresa y escándalo de la europea, realiza un acercamiento interdisciplinar al estudio del Derecho, utilizando para ello la ayuda directa de otras ciencias sociales. Por el contrario, en nuestro continente, la investigación se centra en la interpretación sistemática de la Ley, tratando de anticipar la comprensión de su estructura y lógica[17]. Mucho más influenciados por el positivismo legal, el Derecho es una disciplina que tiene sus propios métodos científicos y no necesita, por tanto, de ninguna otra ciencia para su estudio[18].

La llegada del «*legal realism*» hay que vincularlo con la reacción doctrinal a la actitud excesivamente conservadora de la judicatura que, realizando una interpretación formal del derecho, trataba de evitar la aplicación de la legislación laboral más progresista. En este sentido, la doctrina y los jueces más avanzados socialmente[19], abrazaron el legalismo real al objeto de utilizarlo como medio para derribar las posiciones más reaccionarias de algunos magistrados[20]. Como resultado de esta victoria —y si bien son distintas las teorías que tratan de influir en la conformación del pensamiento legal norteamericano— podemos decir que son las de base consecuencialista[21] (especialmente en su versión utilitarista, como ya hemos expuesto) las que, sin ninguna duda, gozan de un mayor predicamento. Por el contrario, en Alemania, la base idealista que fundamentó su filosofía de entreguerras, fue el mejor antídoto contra la recepción de aquellas doctrinas.

[16] Ibíd., 296. Desde el punto de vista de la diferente recepción del Análisis Económico del Derecho, véase Kenneth G. Dou-Schmidt y Carmen L. Brun, «Lost in translation: the economic analysis of the law in the United States and Europe», *Columbia Journal of Transnational Law* 44 (2006): 602.

[17] «In continental Europe a pervasive belief that law is a system rather than a practical tool for structuring relations and solving conflicts underpins to this day a strong faith in de idea of legal science». Brian R. Cheffins, *The trajectory of (corporate law) scholarship*, 8.

[18] «in continental Europe, "lamentably sealed doctrinal analysis" historically dominated the corporate law field and continuous to do so at present». Ibíd., 55.

[19] Especialmente Holmes, Pound, Cardozo. Aunque algunos autores —Summers— los han tratado de agrupar en un único movimiento («*pragmatic instrumentalists*»), otros —Llewellyn— entienden que las diferencias entre ellos son demasiadas. Grechenig y Gelter. «The transatlantic divergence in legal thought: american law and economics vs. german doctrinalism»: 313.

[20] Ibíd., 308.

[21] Alessandra Arcuri, «Eclecticism in law and economics», *Erasmus Law Review* 1 (2008): 63. En referencia la AED señala «Law and Economics is generally characterized as being instrumentalist and consecuentialist because under this approach the law is studied in relation to its effects».

Aunque el legalismo real fue perdiendo su fuerza en la década de los cincuenta[22], sin embargo, de entre sus postulados el que más caló en la doctrina fue, precisamente, el de que tanto los legisladores como los jueces, deberían tomar en consideración otras ciencias sociales —especialmente la economía— a la hora de legislar y juzgar. Consecuencia lógica de este proceso evolutivo fue, en lo que a la ciencia jurídica atañe, el alumbramiento de la Teoría del Análisis Económico del Derecho, como heredera[23] del «*legal realism*», así como ejecutora de la profecía de Holmes de que el abogado acabaría siendo un «*social scientist*[24]». En todo caso, este movimiento hizo inevitable la renuncia a que la única herramienta del profesional del derecho, fuese exclusivamente la Ley. Así mismo, se admitió de forma mayoritaria que la ley permitía diferentes interpretaciones, por lo que otros criterios tendrían que ser tomados en cuenta a la hora de guiar la toma de decisiones por parte de los jueces. Estos criterios tendrían que ser externos, no legales[25]. Tal y como dicen Grechening y Gelter: «Law and economics is based on the instrument of economics which allow for prognoses of the consequences of legal norms that can, and should be, subject to empirical scrutiny…Thus, in spite of widespread criticism of law and economics, the movement managed to fill a gap torn open by legal realism, displacing the discredited legal formalism with an economic approach that permits, what is considered by many, scientific results[26]».

Por lo tanto, la pretensión de que el estudio del Derecho pudiese constituir el objeto de una «ciencia» fue absolutamente desacreditada por el ya mencionado «*legal realist movement*» al principio del siglo XX. Para mediados del mismo, el Derecho era simplemente una mera disciplina semiautónoma dentro de las ciencias sociales. A partir de la década de los sesenta, ni siquiera esto. En palabras del profesor de la Universidad de Yale, Bayless Manning: «Corporate Law, as a field of intellectual effort, is dead in the U.S.A[27]». Al final de aquel siglo, un investigador del Derecho podía —y debía en la mayoría de las grandes universidades norteamericanas— utilizar una combinación

[22] Ibíd., 316.
[23] Richard A. Posner, *The law and economics movement: from Bentham to Becker*, en *The origins of law and economics* (New York: Edward Elgar, 2005), 344-5.
[24] Grechenig y Gelter, «The transatlantic divergence in legal thought»: 317.
[25] Véanse notas 56 y 57, relativas al artículo de John Dewey, sobre las diversas interpretaciones que se podían dar a las diferentes teorías sobre la naturaleza jurídica de las sociedades.
[26] Grechenig y Gelter, «The transatlantic divergence in legal thought»: 319.
[27] Bayless Manning, «The shareholders appraisal remedy: an essay for Frank Coker», *Yale Law Journal* 72 (1962): 245, en Harwell Wells, «"Corporation law is dead". Heroic managerialism, legal change, and the puzzle of corporation law at the height of the american century», *University of Pennsylvania Journal of Business* Law 15 (2013): 304.

metodológica que tuviera su base en distintas ciencias sociales (fundamentalmente economía, sociología, y ciencias políticas[28]). La doctrina legal, estaba por lo tanto menos interesada en detalles doctrinales y más en el estudio de la ley desde una perspectiva externa e interdisciplinar. Los investigadores no trataban de encontrar cuál era la correcta interpretación de la ley; estaban más preocupados con la política legal, y con lo que la ley debía ser.

Es por ello que en los libros y artículos en los que se expresa el pensamiento legal norteamericano de principios de siglo XXI, nos encontramos, sin excepción y especialmente en el ámbito del derecho de sociedades, con una metodología multidisciplinar, en la que la presencia del elemento empírico[29] como medio de demostrar hipótesis racionales, es generalizada[30]. Realmente, lo que se sigue buscando es demostrar la eficacia o no, de propuestas teóricas que luego se quieren plasmar en legislativas[31]. Están más centrados en el aspecto normativista del cómo deberían ser las leyes, siempre mirando al futuro y dejando poco espacio al análisis del actual estado de la cuestión. Sus trabajos adolecen —al menos desde la perspectiva europea— de una falta de sistematización metodológica propiamente legal. Lo que marca la pauta es la realidad, y a ella tienen que circunscribirse y adaptarse, utilizando para ello métodos, planteamientos y teorías exportadas de otras ciencias sociales[32].

Es un movimiento tan extendido, que incluso sus detractores han adoptado sus herramientas y presupuestos. Todo ello tiene su lógico reflejo en la construcción formal de su literatura jurídica (pseudo-jurídica podríamos decir desde Europa, no con una finalidad peyorativa, ni siquiera crítica; sino simplemente en lo que se refiere a la constatación de una realidad que nos sorprende profundamente) en la que la utilización del lenguaje jurídico es muchas veces testimonial; y en la que la importación de términos económicos —sobre todo— pero también sociológicos, políticos y periodísticos, es abrumadora. Su forma es más narrativa que sistemática, tratando de

[28] Grechenig y Gelter, «The transatlantic divergence in legal though: american law and economics vs. german doctrinalism»: 329; «It is virtually impossible to find serious corporate law scholarship that is not informed by economic analysis». Bainbridge, «Community and statism. A conservative contractarian critique of progressive law scholarship»: 3.

[29] Michael Heise, «The past, the present and the future of empirical legal scholarship: judicial decisions making and the new empirism», *University of Illinois Law Review* (2002): 819.

[30] «monomaniacal focus on rational choice theory». Arcuri, «Eclecticism in law and economics», 71.

[31] Véase Leo E. Strine, «The innescapably empirical foundations of the common law of corporations», *Delaware Journal of Corporate Law* 27 (2002): 499. Especialmente, en lo que afecta al derecho de sociedades.

[32] Véase Neil Fligstein y Jennifer Choo, «Law and corporate governance», *Annual Review of Law and Social Science* 1 (2005): 68, en las que precisamente argumentan sobre la aportación, en este caso al gobierno corporativo de ciencias como la economía, la política, la sociología y, por supuesto, el derecho.

mostrar el conflicto y la solución propuesta al mismo, enmarcado todo ello en la realidad social a la que afecta. La resolución del problema será el resultado de una propuesta ya testada (demostrada con datos, en la mayoría de las ocasiones, tal y como veremos) en el seno de esa realidad. Se trata, permítasenos la simplificación, de que las soluciones sean primero eficaces y luego justas. El utilitarismo sigue impregnando de forma completa la identificación de problemas (que nunca serán exclusivamente jurídicos) y sus soluciones.

Así es, tal como corrobora David Millon: «while apparently metaphysical questions about "the nature of the corporation"[33] might strike one as vaguely continental and surely alien to our hard-headed, pragmatic legal culture, theorizing about "what corporations are" has in fact occupied a great deal of home-grown mental energy and has played an important role in arguments about concrete questions of corporate law[34]».

Por lo tanto, sobre la base de esta concepción del derecho en general, y del derecho de sociedades en particular, es a través de la cual debemos abordar el estudio y comprensión de las disfunciones a las que se enfrenta el corporate governance en los Estados Unidos.

2. NATURALEZ JURÍDICA Y FINALIDAD DE LA «CORPORATION»

Vamos a exponer brevemente las distintas teorías que tratan de explicar la naturaleza jurídica de la sociedad. Ya veremos como en la evolución de las mismas, y en la superación de unas por otras, siempre se ha tratado de legitimar al accionista como centro del universo societario. Continuaremos —ya asentados sobre el anterior estadio— con la exposición de las dos grandes propuestas o modelos que, siguiendo a las dos grandes corrientes ideológico-legales, tratan de fundamentar cuál ha de ser el fin de la sociedad.

2.1 TEORÍAS SOBRE LA NATURALEZA JURÍDICA DE LA SOCIEDAD

[33] Margaret M. Blair afirma que el término inglés «*corporation*» tiene su origen en el vocablo latino «*corpus*», ya que en la Edad Media la ley reconocía que: «the group of persons who formed the Corporation could act as one body or one legal person». «Corporate personhood and the corporate persona», *University of Illinois Law Review* (2013): 788-9.

[34] David Millon, «Theories of the corporation», *Duke Law Journal* (1990): 201.

Volvemos a insistir en la idea de que, un concepto tan común (y fundamental) para el jurista europeo continental como es la naturaleza jurídica, resulta para la doctrina legal estadounidense, y en palabras de Millon, una «*metaphysical question*» y «*vaguely continental*» debido a su (la estadounidense) «*pragmatic legal culture*[35]». El mismo autor, nos enseña que los teóricos de esta materia, únicamente se centran en dos «*dimensions*». La primera, es la distinción entre la sociedad como una entidad con existencia real distinta de la de sus accionistas y la sociedad como mera agregación de individuos sin existencia propia. La segunda, es la distinción entre la sociedad como una creación artificial del Estado o como una agrupación natural producto de la iniciativa privada. Solo a estos dos aspectos se circunscribe el grueso del pensamiento legal norteamericano, no entrando —por no interesarles— en un análisis más profundo de su «ser».

2.1.1 La sociedad como «*artificial entity*»

Ya en el inicio del siglo XIX, y desde la célebre sentencia del Darthmouth College, la Corporation era conceptuada como «*an artificial being, invisible [and] intangible*[36]». Es decir, un ente con personalidad jurídica y existencia independiente o separada de la suma de sus accionistas. Se la consideraba como una forma asociativa artificial, en el sentido de que la misma debía su existencia a la ley positiva de los Estados, más que a la iniciativa privada de socios individuales. Esta idea era aún más evidente cuando en aquellos años, la práctica legislativa habitual consistía en que los parlamentos de los Estados federados aprobaban la creación de las sociedades, tras recibir la solicitud de una persona o grupo promotor. Esta aprobación, normalmente incluía los estatutos por los que se regiría la nueva sociedad. Estatutos que, a su vez, limitaban de forma estricta la posibilidad de desarrollo o crecimiento de la misma (duración siempre limitada, objeto social concreto, las facultades de sus administradores vinculadas exclusivamente a la consecución del objeto, etc.[37]). Inicialmente, estas autorizaciones eran otorgadas a sociedades que además perseguían (o cuyo objeto social era, en terminología más europea) un fin público o semipúblico (sociedades benéficas,

[35] Millon «Theories of the corporation»: 201.
[36] Trustees of Dartmouth College vs. Woodward, 17 U.S. (4 Wheat.) 518, 636-37 (1819). Véase Cornell University http://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/17/518.
[37] Herbert Hovenkamp, recoge la sentencia del Charles River Bridge de 1837, en la que el Tribunal Supremo resaltaba la necesidad de que los estatutos de las sociedades fueran «*strictly construed*». *Enterprises and american law 1836-1937* (Cambridge: Cambridge University Press, 1991), 25

municipales, de gestión de canales, puentes y carreteras, de electrificación o gasificación, etc.[38]).

Para el final del siglo XIX, ya se había producido el cambio legislativo, en el sentido de que la mayoría de los Estados de la Unión, habían aprobado las leyes de sociedades que autorizaban la creación de estas simplemente mediante la presentación de una solicitud a la que se acompañaban unos estatutos estandarizados[39]. Lo que se perseguía era romper con la etapa anterior en la que la «concesión» arbitraria de las autorizaciones por parte de los parlamentos de los Estados, había creado un recelo importante en la opinión pública, ya que se vinculaba la concesión de estos privilegios[40] a prácticas corruptas[41]. Con la nueva legislación, de forma objetiva, se autorizaba la constitución de sociedades a cualquier ciudadano[42] que cumpliera con los requisitos legales. En palabras de Millon: «The more widely favored solution was to enact general incorporation laws. By dispensing with the need for a special legislative act and instead ordaining simple procedures that could be followed by anyone seeking to incorporate, these laws eliminated legislative discretion and thereby did away with the danger of monopolistic privilege gained through legislative favoritism. In this way, general incorporation laws addressed-equality of opportunity concerns[43]».

2.1.2 La sociedad como una «*natural*» o «*real entity*»

El colapso de la teoría de la concesión, como consecuencia del papel marginal que ya desempeñaban los Estados en la autorización a la creación de sociedades, significó «the best of all possible worlds for the expansion of corporate power[44]». Este cambio hacia la conceptualización de la sociedad como una «*natural entity*» constituida por la voluntad de los individuos, parecía no requerir demasiada

[38] Millon, «Theories of the corporation»: 206.
[39] Ibíd., 206. «general incorporations laws addressed equality of opportunity concerns». Además se pensaba que el facilitar la constitución de las sociedades haría que, la competencia, evitase la creación de grandes monopolios. La constitución de las sociedades ofrecía oportunidades para la acumulación de riqueza, que de otra forma parecía imposible lograr. Por estas razones, los estados fueron eliminando requisitos constitutivos, al objeto de que cualquier ciudadano pudiese constituir una sociedad.
[40] En efecto la concesión por el Estado de una personalidad independiente a la de los socios, así como la limitación de su responsabilidad al capital aportado, no deja de ser un privilegio, al que muchos querían optar, y pocos podían obtener
[41] Millon, «Theories of the corporation»: 207
[42] Blair afirma, refiriéndose a las nuevas leyes de los Estados: «in this environment, business people come to think of corporate status as a right available to all. So they could organize their business affairs in the way that they perceived to be the most convenient and efficient». «Corporate personhood and corporate persona»: 802.
[43] Millon, «Theories of the corporation»: 208.
[44] Morton J. Horwitz, *The transformation of american law 1780-1860* (Cambridge: Harvard University Press 1977), 74.

atención legislativa por parte de los Estados, ya que los socios de las mismas serían los que se encargarían de regular de forma privada sus relaciones[45]. La nueva teoría trataba de asimilar las personas jurídicas[46] al estatus de las personas físicas, eliminando, todas las restricciones a la libertad de acción de las sociedades que los Estados habían impuesto en el pasado. Esta mudanza de una explicación «artificial», a otra «natural» en lo que se refiere a la naturaleza del fenómeno societario, significó, así mismo, el cambio de una perspectiva regulatoria o pública, a otra privada. La «*privatization of corporate law*» que Millon nos narra en su trabajo[47].

En la última década del siglo XIX, la doctrina empezó a articular la idea de que las sociedades eran entidades «reales», y que eran la consecuencia de la tendencia natural de los seres humanos de organizarse en grupos productivos[48]. Se exploró la idea de que grupos de personas organizados en asociaciones, y específicamente aquellos organizados en sociedades, «might take on a group personality that was different from the personality of each member of the group». Como resultado de esta labor de teorización, la doctrina empezó a percibir a la sociedad como algo más que su creación por el Estado, o como una simple agregación de accionistas. Más bien era una realidad social orgánica con existencia independiente, significando algo más que sus cambiantes accionistas. Esta nueva concepción sobre la naturaleza de la sociedad, es la que impregna la sentencia del juez Field del Tribunal Supremo en el famoso «Santa Clara County contra Southern Pacific Railroad Company[49]» (1882), en la que se declara que la Decimocuarta Enmienda[50] era también de aplicación a las sociedades[51]. Sin embargo, y a pesar de su propia sentencia, el Tribunal Supremo no adoptó inmediatamente y de forma constante estas nuevas ideas. Horwitz, por ejemplo, afirma que en el asunto Santa

[45] Millon, «Theories of the corporation»: 214.

[46] Hovenkamp puntualiza al respecto «Thus an important effect of the Santa Clara decision (1886), which declared the corporation a constitutional person, was to enlarge the gap between ownership and control that characterized the development of the classical corporation». *Enterprises and american law 1836-1937*, 43.

[47] Millon, «Theories of the corporation»: 213-4.

[48] Blair, «Corporate personhood and corporate persona»: 806.

[49] «*Santa Clara case*», también conocido como «*The Railroad Tax Cases*», 13 F. 722, 747-48 (C.C.D. Cal. 1882).Findlaw, http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=US&vol=92&invol=575.

[50] University of Cornell; http://www.law.cornell.edu/constitution/amendmentxiv. Esta enmienda, si bien es conocida por poner fin a la esclavitud en los Estados Unidos de América, también consagra el derecho a la propiedad privada.

[51] Véase Blair, «Corporate personhood and corporate persona», 803; en donde señala que aunque esta sentencia ha sido la base para que con posterioridad los tribunales fueran reconociendo otros derechos constitucionales a las sociedades, al ser conceptuadas como «persons»; los historiadores del Derecho Horwitz y Hovenkamp entienden «that the Supreme Court's use of the word person in this context was not intended to constitute recognition of the corporate entity as an independent, rights-bearing entity, but rather was an assertion that the corporation was a stand-in for the natural persons that formed the Corporation and owned its shares».

Clara, los jueces no tenían aún perfectamente determinada la teoría de la natural o «*real entity*»; y que no fue hasta el caso «Hale contra Henkel» en 1905, cuando el mencionado Tribunal empezó a articular, los argumentos de la «*real entity theory*[52]».

Una vez que la «*real entity theory*» fue aceptada, y las grandes sociedades habían sido legitimadas[53] por la jurisprudencia, pareció que no era ya necesario el debate sobre su naturaleza jurídica. Esto fue así de 1920 a 1980.

Lo cierto es que tras esta sentencia Santa Clara, y durante cuarenta años, la doctrina norteamericana debatió con cierto brío (nunca comparable a sus homólogos europeos) sobre la naturaleza jurídica de la sociedad. Sin embargo, la publicación del artículo del filósofo del derecho John Dewey, «*The historic background of corporate legal personality*[54]» en 1926, acabó con este debate[55] de forma casi definitiva. Este pensador defendió que las teorías sobre la «personalidad» de la sociedad eran infinitamente manipulables, y que a través de los años habían sido utilizadas para defender posiciones doctrinales no solo distintas, sino contrapuestas[56], por lo que su estudio resultaba baldío.

Mientras que la teoría de la entidad natural había sido utilizada para liberar a la sociedad de las restricciones estatales que en cierta medida restringían la capacidad de las compañías para acumular riqueza; también fue esgrimida para concluir que las sociedades no tenían obligaciones distintas a las que tenían las personas físicas. Es decir, que para la filosofía política individualista imperante en aquel momento, las sociedades no tenían ningún tipo de deber para con la sociedad civil.

Sin embargo, en los años treinta, E. Merrick Dodd [57], defendió la idea de que la sociedad como entidad natural, también tenía una responsabilidad social. Tal y como

[52] Ibíd., 806.

[53] Véase Horwitz, para este historiador la aceptación de forma mayoritaria de la teoría de la «*natural entity*» fue «a major factor in legitimating big business». *The transformation of american law 1780-1860*, 68.

[54] John Dewey, «The historic background of corporate legal personality», *Yale Law Journal* 35 (1926): 655. Este filósofo era cercano al «*legal realism*», y por lo tanto, contrario al conceptualismo o formalismo anterior.

[55] Horwitz señala, «then the issue [the corporate personality) suddenly vanished from controversy». *The transformation of american law 1780-1860*, 67; Cheffins, comentando la obra de Dewey, afirma: «did much to take the wind out of the debate». *The trajectory of (corporate law) scholarship*, 39.

[56] «That for the purposes of law the conception of "person" is a legal conception, put roughly, "person" signifies what law makes signify». Dewey, «The historic background of corporate legal personality»*:* 655.

[57] Edwind Merrick Dodd, «For whom are corporate managers trustees?», *Harvard Law Review* 45 (1932): 1.445. En este artículo Dodd trata de solventar el problema de cómo justificar políticas sociales que pretendían beneficiar a unos constituencies, distintos a los accionistas, en situaciones en las que esto significaba una disminución de los beneficios. Para ello Dodd citaba a Owen D. Young, un alto directivo de la General Electric, quien manifestaba que la sociedad debería reconocer «its publics obligations and perform its publics duties —in a word, vast as it should be— a good citizen». Dodd concluyó, por tanto, que los managers debían de actuar en beneficio de la sociedad, no en el de sus accionistas. Esta distinción,

fue formulada por Dodd, la teoría de la entidad natural amenazaba la legitimidad y primacía de las ideas que propugnaban que la finalidad de la sociedad era la simple acumulación de riqueza, y la defensa de los intereses financieros de los accionistas[58]. Y así fue, la inmensa mayoría de la doctrina, que pretendía aislar a la sociedad de un régimen legal que la hiciera responsable también del interés general público, abrazó una nueva teoría de la sociedad. La teoría de la agregación o *aggregate theory*[59].

2.1.3 La teoría de la naturaleza económica de la sociedad, «*The new economic theory of the corporation*»

Es esta teoría a la que vamos a dedicar mayor atención. Básicamente por dos razones, la primera por ser la que hegemónicamente ha reinado (ciertamente, sin apenas oposición) en el pensamiento legal estadounidense desde el inicio de los ochenta hasta ahora; y la segunda, por la mezcla de curiosidad, sorpresa y desconcierto intelectual que genera su estudio en un jurista europeo. Tratando de facilitar su

---

entre la sociedad y sus accionistas, hizo posible la ulterior distinción entre los intereses de la sociedad y los intereses de los accionistas. Y dado que la dirección trabaja para la sociedad, sus obligaciones para con los accionistas, serían secundarias e indirectas. Tal y como nos dice Millon, si el management fueran los agentes de una entidad societaria distinta de la formada por la agregación o suma de accionistas y esta entidad fuera obligada a ser un «*good citizen*», la dirección, actuando en nombre de la sociedad, podría cumplir con las obligaciones de la sociedad como «*good citizen*», incluso en aquellas situaciones en las que los accionistas pudiesen realizar cualquier tipo de objeción por, en su caso, haberse atendido necesidades de otros constituencies. «Theories of the corporation»: 217.

[58] Cfr. Millon «Theories of the corporation»: 220.

[59] La «aggregate theory» es una teoría menor, ya que hasta los años ochenta —y realmente hasta hoy— la «natural» o «real entity theory» es la que, desde un aspecto práctico, ha tenido una mayor vigencia. Todo ello a pesar de la irrupción en la década de los ochenta de la Escuela del Análisis Económico del Derecho. No obstante, creemos justificado realizar esta mención ya que aunque su difusión limitada, fue rescatada y reactualizada por los teóricos de la Escuela de Chicago y los defensores de la teoría económica de la sociedad. Utilizan como punto de partida la propuesta que realizan Berle y Means —como solución al problema de la separación entre propiedad y control—, y también como argumento legitimador de la SHWM. Este planteamiento, al contrario de lo que hizo Dodd, presentó al management como «*trustees*» de los accionistas. La legitimación del poder conferido por el derecho al management para controlar y gestionar la sociedad, era precisamente el ejercicio de tal poder en beneficio de los intereses de los accionistas. El problema de la discrecionalidad del management y su posible actuación en beneficio propio, emergió, por lo tanto, como el problema central del derecho de sociedades, y, en palabras de Millon «desde entonces ha ocupado esa posición», «Theories of the corporation»: 222; Berle y Means se centran en los actores principales del problema, es decir, los accionistas y los directivos. La teoría de la sociedad implícita en su trabajo es la de una simple agregación, conjunto o suma de accionistas y directivos; los segundos obligados a trabajar en interés de los primeros, en virtud de los conceptos de propiedad y «*trust law*» del derecho norteamericano.

La actividad de la sociedad no es más que la persecución de los objetivos sociales por parte de los propietarios individuales (los accionistas) actuando a través de los directivos. Esta posición doctrinal, que con el paso del tiempo, y debidamente «reactualizada» fue aprehendida por la mayoría de la opinión académica de aquel país cristalizó en diversas teorías que finalmente desembocaron en la «*shareholder primacy*»; a *contrario sensu* conlleva el rechazo de que la sociedad tiene otro tipo de obligaciones para con el bien común, o de que existe una dimensión social de la compañía. Por lo tanto, esta doctrina ignora la concepción teorética de Dodd, es más, la tilda directamente como ilegítima. Millon, «Theories of the corporation»: 224. Desde entonces el principio de la SHWM ha sido —en sus distintas variantes— el postulado fundamental del derecho de sociedades en los Estados Unidos.

comprensión, la dividiremos en diferentes apartados, atendiendo a los distintos aspectos de la realidad económico-societaria a los que se dirige.

- Fundamento economicista

La doctrina legal desarrolló esta teoría sobre la naturaleza jurídica de la sociedad, en base a las concepciones económicas neoclásicas. Tiene su origen en la denominada Escuela de Chicago de los años setenta[60] y defiende, en esencia, que la sociedad es un mero nexo de contratos[61]. Por ello a sus valedores, se les denomina «contractualistas». Tal y como hemos anticipado, esta propuesta teorética es una reconstruida y sofisticada versión de la teoría de la «*aggregate*» en su intento por dar una explicación a la naturaleza de la sociedad. El pensamiento económico la analiza como una mera ficción; un medio para obtener el fin económico perseguido por sus socios, al que no es necesario dedicar demasiado tiempo. Con esta teoría la sociedad es desestructurada, al ser conceptualizada como un conjunto de complejos contratos privados —bien sean expresos o tácitos— que dan forma a un gran número de relaciones jurídicas entre las distintas partes que —voluntariamente— se relacionan con la compañía y sus stakeholders[62]. Estos distintos grupos son libres de negociar entre ellos dentro de los límites impuestos por los contratos o acuerdos ya existentes. Normalmente, es la dirección de la empresa la que facilita la conclusión de estos acuerdos, a través de la negociación con cada grupo de stakeholders separadamente (empleados, acreedores, clientes, suministradores, etc.).

[60] Esta escuela estuvo muy influenciada por la obra «The firm, the market and tha law» de Ronald Coase, quien manifestaba que las firmas (compañías o sociedades) existen para minimizar los costes de transacciones en los mercados. Coase fue el primero en percatarse de que el intercambio comercial en los mercados tiene un coste; y que muchas veces ese coste puede ser reducido, creando unas organizaciones (las sociedades) a través de las cuales las transacciones propias del mercado, eran simplificadas y facilitadas. Ronald H. Coase, *The firm, the market, and the law* (Chicago: The University of Chicago Press, 1988).

[61] Véase Armen A. Alchian y Harold Demsetz, «Production, information cost and economic organization», *American Economic Review* 62 (1972): 777; Michael C. Jensen y William H. Meckling, «The theory of the firm: manageral behavior, agency costs, and ownership structure», *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 305; Stephen N. S. Cheung, «The contractual nature of the firm», *Journal of Law & Economics* 26 (1983): 1; Eugene Fama y Michel C. Jensen, «The separation of ownership and control», *Journal of Law & Economics* 26 (1983): 301; Henry N. Butler, «The contractual theory of the corporation», *George Mason University Law Review* 11 (1989): 99; Daniel R. Fischel, «The corporate governance movement», *Vanderbilt Law Review* 35 (1982): 1259; Robert Hessen, «A new concept of corporations: a contractual and private property model», *Hastings Law Journal* 30 (1979): 1327; Reinier H. Kraakman, «Corporate liability strategies and the cost of legal controls», *Yale Law Journal* 93 (1984): 49; Keneth E. Scott, «Corporation law and the american law institute corporate governance project», *Stanford Law Review* 35 (1983): 927; Frank Easterbrook y Daniel Fischel, «The corporate contract», *Columbia Law Review* 89 (1989): 1426.

[62] Adelantamos quienes son considerados stakeholders: los accionistas, los acreedores, los clientes, los trabajadores, y la comunidad en la que se ubica la sociedad.

Existirán, por lo tanto, contratos entre los accionistas y la compañía, entre aquellos y los directivos, entre los acreedores y la sociedad, entre la sociedad y los proveedores, etc.

Este papel central de los contratos y transacciones en el mercado se extiende más allá del aspecto interno de la sociedad. Las OPAS son una consecuencia del mercado exterior, ya que las mismas aseguran la eficiencia de los contratos internos (debido a que mayoritariamente son objeto de OPAS aquellas empresas que no están eficientemente estructuradas), ayudando a crear un entorno que optimice la eficacia del proceso de contratación[63].

- La libertad individual

La libertad de los individuos racionales[64] (que para esta teoría siempre buscan su propio interés[65]), para contratar voluntariamente, es la primera preocupación de los contractualistas, siendo por lo tanto la libertad individual la piedra angular de su filosofía. El trabajo de Adam Smith, y su «*invisible hand*» —que transforma el interés particular, en guía e impulsor de la correcta asignación de los recursos sociales— les provee de la justificación moral y económica necesaria para una solvente construcción teorica. Desde esta perspectiva, la economía societaria, libre de la regulación gubernamental, fomenta el que los individuos —buscando su interés personal— puedan firmar y cumplir contratos mutuamente beneficiosos que maximicen, no solo la libertad, sino también la eficiencia económica de las empresas y por extensión, de la sociedad civil misma.

- El accionista como «*residual claimant*»

Quizás la consecuencia más importante de esta teoría, en lo que al presente trabajo afecta, es que el objetivo de la dirección de la empresa ha de ser la de maximizar

[63] Michel Bradley et al., «The purposes and accountability of the corporation in contemporary society», *Law and Compemporary problems* 62 (1999): 36.
[64] Ibíd., 37. En concreto: «*the freedom of self-interested, rational individuals to*…».
[65] Por supuesto, no compartimos tal afirmación, aunque desgraciadamente, en muchas ocasiones, parece que es el egoísmo la fuerza que realmente mueve la economía. Entre otros muchos, Ronald J. Colombo, «Toward a nexus of virtue», *Washinton and Lee Law Review* 69 (2012) 1: 84, donde afirma, que no todo el género humano actúa siempre de forma egoísta, sino que «good people do good things to the benefit of all. Corporate law needs to unleash the power of this simple insight by allowing officers to realize and act upon the fullest potential of their goodness»; Visión de la naturaleza humana acorde con la que defiende la Iglesia Católica. Pontificio Consejo Justicia y Paz. «Compendio de la doctrina social de la Iglesia», epígrafe 4, 4: «Los hombres…son capaces de cambiar las reglas, la calidad de las relaciones y las estructuras sociales: son personas capaces de llevar paz donde hay conflictos, de construir y cultivar relaciones fraternas donde hay odio, de buscar la justicia donde domina la explotación del hombre por el hombre»; Lawrence E. Mitchell, «Groundwork of the metaphysics of corporate law», *Washington and Lee Law Review* 50 (1993):1482, «There is substantial evidence that persons forego self-interes in a wide variety of circumstances heeding the calls of duty, restrain, altruism, and friendship». En Javier Divar Garteiz-Aurrecoa, *Economía y Democracia* (Madrid: Dykinson, 2014).

el valor de los residual claimants que normalmente son los titulares del capital, es decir, los accionistas. El accionista (en contraste con los acreedores y otros constituencies que tienen tasado y reconocido por la sociedad el importe de su riesgo para con ella) solo cobrarán —en el caso de la disolución y liquidación de la sociedad— una vez lo han hecho todos los demás, por eso se les denomina residual claimants (acreedores residuales[66]).

Si la red de contratos que conforma la sociedad es incapaz de minimizar los costes de agencia, los accionistas lo sufrirán, ya que los posibles compradores pagarán menos por sus acciones, y los repartos de dividendos serán más reducidos de lo que lo hubieran sido bajo una gestión más eficiente por parte de los managers. En palabras de Easterbrook y Fischel:

> *A corporation is characterized by a statement of capital contributions as formal claims against the firm´s income that are distinct from participation in the firm´s productive activities. The corporation issues «stock» in exchange for an investment; stock need not to be held by the firms employees. Investors bear the risk of failure (sometimes we call them «risk bearers») and receive the marginal rewards of success. Equity investors are paid last, after debt investors, employees, and other investors with (relatively) «fixed» claims. These equity investors have the residual claim in the sense that they get only what is left over, but they get all of what is left over*[67].

En efecto, Alchian and Demsetz argumentan que para minimizar los fallos de la dirección, y por lo tanto maximizar los resultados, el control del equipo directivo debe estar en manos de los residual claimants[68]. Consecuentemente, en el escenario contractualista, el deber de lealtad de la dirección de la compañía («*fiduciary duties*») debe ser orientado exclusivamente hacia los accionistas. El principio de maximizar la riqueza del accionista, no se desprende de ninguna predilección filosófica en favor de este grupo de stakeholders sobre otros. Más bien, la preeminencia de los accionistas en el paradigma contractualista proviene de su posición como residual claimants. Solo los residual claimants tienen el incentivo para maximizar el valor total de la sociedad, debido a que, en teoría, los otros stakeholders tienen suficientemente aseguradas sus

[66] Cfr. Bernard S. Black, «Corporate law and residual claimants», (partial draft) *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* (mayo 2001): 217. http://ssrn.com/abstract=1528437; «once we recognize that firms has multiple residual claimants, we need to rephrase the voting rights question —Why do only common shareholders vote?— in broad terms, Which claimants should have formal control rights over the firms actions, and what kind of control rights? The contractarians replaced one black box (the corporation as legal entity) with another, only slightly less opaque box (the corporation as a nexus of contracts)».

[67] Frank Easterbrook y Daniel Fischel, *The economic structure of corporate law* (Massachusetts: Harvard University Press, 1991), 10-1.

[68] Alchian y Demsetz, «Production, information costs, and economic organization»: 782.

posiciones vía contractual. Todos los otros grupos de stakeholders son «*fixed-claim holders*» y, por lo tanto, no tienen ningún incentivo para incrementar el valor de la firma más allá del punto en el que el pago de sus «*fixed-claims*» está asegurado en la sociedad[69]. Y así, son los accionistas los realmente preocupados por la buena marcha de la compañía, teniendo un especial interés en cada decisión que tome[70]. En favor de ellos, por tanto, ha de gestionarse principalmente la corporation.

- El mercado

Las fuerzas del mercado crean los incentivos para que la dirección de la sociedad[71] organice y supervise la compañía de la forma más eficiente para los accionistas, en otras palabras, son incentivados para minimizar los costes de agencia. Así mismo, estas fuerzas determinarán el contenido de la norma dentro del estrecho margen que tienen las leyes en este marco teórico. En concreto, tendrán la función de determinar imperativamente condiciones de contratación que aminorarán los costos de agencia, a través de la disuasión de conductas no apropiadas por parte de los managers. Por lo tanto, las normas que no resulten eficaces a este respecto, no sobrevivirán, ya que los accionistas no las tolerarán. Es más, adoptarán inmediatamente un acuerdo de cambio de domicilio a otro estado que no las incorpore en su ordenamiento con el fin de eludirlas. La competencia entre las leyes de los Estados[72], propicia la reforma de las mismas[73] para que se adecuen a los intereses de los accionistas (aunque existen opiniones en contra que señalan que en realidad se adecuan a los intereses de los managers, que son los que realmente eligen el lugar de incorporación[74]).

---

[69] Bradley et al, «The purposes and accountability of the corporation in contemporary society»: 38.

[70] Jonathan R. Macey, «Fiduciary duties as residual claims: obligations to nonshareholder constituencies from a theory from the firm perspective», *Cornell Law Review* 84 (1999), en Andrew Keay, «The enligted shareholder value principle and corporate governance», *The Modern Law Review* 76 (2013)5:18.

[71] Butler, «The contractual theory of the corporation», 99. Para este autor «*the powerfull market* forces» que obligan al management a actuar en beneficio de los accionistas son: «(a) The Market of corporate control; (b) Product Market Competition; (c) Capital Market Competition and Capital Structure; (d) Corporate Performance and Executive Compensation; (e) Markets for Managers; (f) Corporate Hierarchy and the Board of Directors; (g) Ownership Structure; (h) Corporate Law and Fiduciary Duties».

[72] Volvemos a hacer referencia a la «*race to the bottom*».

[73] Barry D. Baysinger y Henry N. Butler, «The role of corporate law in the theory of the firm», *Journal of Law and Economic*s 28 (1985): 179. Los autores defienden la eficiencia, para las sociedades, del sistema legal imperante en los Estados Unidos. Es decir, la posibilidad de elegir entre las distintas legislaciones de los Estados.

[74] Millon, «Theories of the corporation»:

> *The theory of the corporation sketched here conceives of the firm as nothing more or less than the product of individual actors freely contracting according with their own utility calculations. Whether the terms are supplied by actual bargaining or by standard-form provisions of state corporate law, market forces and individual choice determine the outcomes. Corporate law rules should seek only to duplicate the terms that individual shareholders and managers would have*

-Obligaciones de la dirección

Alchian y Demsetz nos señalan que la relación entre accionistas, dirección y otros participantes en la sociedad «do not differ in the slightest degree from ordinary market contracting between any two people[75]». La función del management es simplemente supervisar el proceso de negociación voluntaria, acuerdos, y ajustes entre los diversos actores que participan en las actividades de la sociedad. En esta cualidad, los directivos actúan como agentes de sus principales, los accionistas. Los accionistas sufren el riesgo de que el management se aparte de su función, que es la maximización del valor del accionista. Los costos asociados a este riesgo son denominados «coste de agencia[76]».

A este respecto Blair[77], citando a William Bratton señala que la «natural» o «real entity theory» de la sociedad era esencialmente «managerialist» ya que aceptaba y legitimaba la gran sociedad, en la que un management poderoso y jerarquizado ejercía el control. Mientras que la nueva teoría del nexo de contratos, por el por el contrario, es antimanagerialist, resaltando que la autoridad de la dirección proviene de la relación de agencia que mantiene con los accionistas, y que por lo tanto, ha de servir al mandato de estos. Efectivamente, el análisis que realizamos en el capítulo I se puede resumir con esta máxima: el managerialism murió con el nacimiento de la shareholder primacy.

El derecho de sociedades no será por lo tanto, nada más que un derecho subsidiario, residual, que se aplicará solo en defecto de pacto expreso de las partes. O como dicen Easterbrook y Fishel: «Corporate law is just contractual law on a grand scale…we conclude that corporate Law has an economic structure, that it increases the wealth of all by supplying the rules that investors would select if it were easy to contract more fully[78]».

Desde el punto de vista societario, esta teoría llevada a su extremo, tendría unas consecuencias realmente mayúsculas. Su defensa nos aboca a penetrar en (o levantar el

---

agreed upon if they had engaged in actual bargaining...the freedom of contract principle precludes legal rules that seek to protect non-shareholders by limiting shareholders contractual freedom. If other participants in the corporate enterprise feel the need for such protection, they are free to bargain for it. By reducing corporate law to this particular conception of contract law, the new theorists offer an elaborate justification for the now familiar view that corporate activity and corporate law are purely private matters.

Ibíd., 230-1.

[75] Alchian y Demsetz, «Production, information cost and economic organization»: 777.

[76] «We define the agency cost as the sum of: 1. The monitoring expenditures by the principal, 2. The bonding expenditures by the agent, 3. The residual loss». Jensen y Meckling, «The theory of the firm: manageral behavior, agency costs, and ownership structure»: 307.

[77] Blair, «Corporate personhood and corporate persona»: 815.

[78] Easterboork y Fischel, *The economic structure of corporate law*, *preface*, vii.

velo de) la sociedad, con lo cual tendremos que hablar siempre de personas —que son quienes contratan— y no de una ficción amorfa llamada sociedad. La sociedad no paga impuestos, lo harán sus accionistas; ni crea polución, serán sus empleados los que lo hacen. Si la sociedad no es más que un conjunto de contratos —prosiguen los defensores de esta teoría— entonces, cualquier intervención del gobierno en los asuntos de la sociedad, debe ser evaluada en relación con la libertad de sus socios para poder contratar libremente[79]. Desde esta perspectiva, el papel del Estado es relegado a la simple protección de los derechos de propiedad. Cualquier intervención normativa por parte de este, significará una traba a la libertad de contratación entre los operadores económicos. Es decir, la desestructuración es tal, que conllevaría el abandono de la defensa de la personalidad jurídica de la sociedad, por innecesaria.

-Crítica[80]

Obviamente, el talón de aquiles de esta teoría, es la posibilidad —más que cierta— de que el contratar sea costoso o imposible. Aunque los contractualistas afirman que en un contrato se pueden prever todas las posibles contingencias; la realidad nos muestra que no es así. Y si los contratos son ineficaces o incompletos, toda la teoría es indefendible. En efecto, las asimetrías informativas, los costos de transacción[81] y el fraude, son obstáculos insuperables para lograr una perfecta sociedad contractualista. Otra limitación importante es que esta teoría no reconoce la posibilidad de que existan individuos afectados por el contenido del contrato y que sin embargo, no hayan intervenido en el mismo[82].

[79] Bradley et al, «The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: corporate governance at a crossroads»: 37.

[80] Para una inteligente crítica, siguiendo el pensamiento de Robert C. Clark contenido en su *Corporate law* (Boston: Little, Brown, 1986) en Michael Klausner, «The contractarian theory of corporate law: a generation later». *The Journal of Corporate Law*, spring (2006): 779.

[81]

> *By failing to account for transaction costs, the contractarian theory fails to explain the reality of either the content of firms' corporate governance commitments or the process by which those commitments are formed. With respect to legally bindingcommitments, transaction costs that stem from leaming and network extemalities, and perhaps other market imperfections, impede atomistic contracting and instead drive firms en masse toward incorporating in Delaware and adopting charters comprised of a limited and familiar set of highly standardized terms. Those same transaction costs and others affect the supply side ofthe corporate contract market as well. The reality is that states do not compete with one another for incorporations as the contractarian theory holds. For both of these reasons, the contractarian theory's expectation of diverse contract terms, individually designed to maximize the value of heterogeneous firms, is simply not bomeout in the real world.*
> Ibíd., 797.

La realidad nos muestra además, que no existe esa contratación en el tráfico mercantil real. Las partes confían más en las «*default rules*» o normas subsidiarias de las leyes de sociedades, que en la contratación. De hecho, incluso Hansmann asegura que las previsiones del derecho societario, son más rápida y ágilmente adaptables a la realidad social, a través de su reforma por los Estados, que a través de la modificación de los estatutos de las sociedades por parte de sus accionistas. A través de este sistema, y de una actividad legislativa especialmente activa por parte del estado de Delaware, obtenemos la paradoja de que la gran ventaja de la ley sobre los contratos en la regulación de las sociedades, es que la ley es más fácilmente modificable. En resumen, a través de la rápida modificación legislativa, las normas dispositivas pueden ser más eficaces que las imperativas[83].

Finalmente, y por supuesto, está la crítica de que la maximización de la eficiencia económica, no siempre lleva a un mayor bienestar social. Como acertadamente exponen Bradley et al: «Allowing individuals to engage in free trade will not rectify the inequalities stemming from the inequitable distribution of wealth or bargaining power of certain individuals and coalitions[84]».

El contractualismo ha servido, en palabras de Klausner, para: «in terms of intellectual history, it has served as a transition from a prior body of corporate law scholarship that ignored all underlying economics to the scholarship of the past decade or so, which has focused more expansively on how transaction costs and other market imperfections affect corporate governance commitments and the role of corporate law[85]».

Si bien la teoría contractualista ha dominado, sin apenas oposición[86], en el panorama intelectual y académico norteamericano durante los últimos treinta años, llegando a decir el presidente del Tribunal Supremo de Delaware que «one of the marks of a truly dominant intellectual paradigm is the difficulty people have in even imagine any alternative view[87]»; lo cierto es que de forma gradual la doctrina científica, ya en

[83] Cfr. Henry B. Hansmann, «Corporation and contract». Discurso de inauguración de la convención anual de la American Law and Economics Association, mayo de 2004. University of Virginia http://www.law.virginia.edu/pdf/olin/0506papers/hansmann.pdf.
[84] Bradley et al, «The purposes and accountability of the corporation in contemporary society»: 40
[85] Klausner, «The contractarian theory of corporate law: a generation later»: 796.
[86] Robert C. Clark, «Contracts, elites, and tradition in the making of corporate law», *Columbia Law Review* 89 (1989): 1705. Sin embargo, critica los efectos negativos que el dominio tan absoluto de una única teoría tiene sobre el pensamiento académico.
[87] William T. Allen, «Contracts and communities in corporate law», *Washington and Lee Law Review* 50, Issue 4 (1993): 1401.

1990, empezó a tomar en consideración teorías alternativas que, con el paso de los años, y la sucesión de escándalos societarios y financieros, así como devastadoras crisis mundiales, hacen que de forma seria y sistemática se empiece a poner en cuestión la teoría contractualista[88].

No obstante, y aunque parezca un tanto contradictorio, a pesar del apabullante éxito doctrinal de estas teorías, la realidad y la jurisprudencia han seguido apegadas a la «natural» o «real entity theory». En palabras de Mitchell: «that corporation-as-contract analysis is largely ignored by the practicing bar[89]». Solo en lo que se refiere a la implantación práctica de la misma (que ya es bastante), es decir, en lo referente a la finalidad de la sociedad, ha impregnado (parcialmente) esta teoría la legislación y la jurisprudencia[90]. Veamos, como en este aspecto, la shareholder primacy no ha tenido rival.

2.2 LA FINALIDAD DE LA SOCIEDAD

El debate doctrinal[91] sobre la finalidad de la sociedad en los Estados Unidos ha quedado reducido, exclusivamente, a la pugna entre el Shareholder Wealth Maximization Model[92] (SHWM) y el Stakeholder Model (STKM). Ni que decir tiene, que es una lucha desigual, en la que la primera lleva un siglo de reinado sin alternativa real. En efecto, ya desde 1919, la rotundidad de la sentencia en el asunto «Dodge contra

[88] Stephen M. Bainbridge, «Community and statism: a conservative contractarian critique of progressive corporate law scholarship», *Cornell Law Review* 82 (mayo 1997) 4: 897. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.10335. en donde reconoce el avance de la doctrina legal comunitarista «increasingly represented in both the law and economics literatura and the management literatura, the communitarian paradigm has emerged as the alternative to contractarian thinking»; Lawrence E. Mitchell, *Progressive Corporate Law* (Boulder, Colorado: Westview Press, 1995); David Millon, «New directions in corporate law: communitarians, contractarians and the crisis in corporate law», *Washington and Lee Law Review* 50 (1993):1373; Thomas Lee, «The corporate persona, contract (and market) failure, and moral values», *North Carolina Law Review* 69 (1991): 273.

[89] Mitchell, *Progressive corporate law*, 73.

[90] Blair, «Corporate personhood and corporate persona», 808, nos señala que mientras que la teoría de la sociedad, como nexo de contratos, ha tenido enorme influencia en la doctrina legal, y hasta en la legislación societaria; las sociedades han seguido funcionando y operando como si sus «personas» realmente importaran, gastando miles de millones de dólares en desarrollar y promocionar sus distintivas y diferentes identidades.

[91] Henry N. Butler, y Fred S. McChesney, «why they give at the office: shareholder welfare and corporate philantrophy in the contractual theory of the corporation», *Cornell Law Review* 84, Issue 5 (1999). Comentan, gráficamente, que este asunto ha sido debatido «*ad nauseam*».

[92] Stephen M. Bainbridge, *The new corporate governance in theory and practice*, (New York: Oxford University Press, 2008), 53, aunque las expresiones «*Shareholder primacy*» y «*Shareholder Wealth Maximization*» son utilizadas como equivalentes, realmente no lo son. La primera, además de perseguir la «*Shareholder Wealth Maximization*», implica que los accionistas ejercen el control social.

Ford[93]» no dejaba lugar a interpretaciones[94]. La misma disponía: «A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretions of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to reduction of profits, or to the non distribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes[95]». Además, la publicación del celebrado artículo del filósofo del derecho John Dewey, «The historic background of corporate legal personality» en 1926, tal y como ya señalamos anteriormente, acabó con los rescoldos que en relación con este asunto pudieran subsistir [96].

El *quid* de la cuestión es, por tanto, determinar en beneficio de quién deben la dirección y el consejo de la compañía (bajo el amparo del derecho de sociedades), gestionar la misma. Si la dirección, atendiendo a un mandato del corporate law o de la jurisprudencia, ha de ponderar los intereses de los accionistas, estaremos en presencia del SHWM model, si, por el contrario, el management (la dirección[97]) tiene que ponderar por igual los intereses de todos los stakeholders, nos encontraremos ante el denominado STKM. Tal como afirma Bruner, «Theoretical uncertainties regarding the nature and purpose of the entity remain exceptionally difficult to resolve in any comprehensive way[98]». Así es —como ya hemos dicho en otro lugar—, son cada vez más las voces que ponen en duda, tanto la legitimidad moral del actual modelo, como la eficiencia económica del mismo[99].

---

[93] Véase University of Illinois, http://www.law.illinois.edu/aviram/Dodge.pdf. 204 Mich. 459, 170 N.W.668 (1919).

[94] Cfr. Lynn A. Stout «When we should stop teaching Dodge vs. Ford», *Virginia Law & Business Review* 3 (2008): 166. Esta profesora, por el contrario afirma, «but what if the opinión in Dodge vs. Ford is incorrect? What if the Michigan Supreme Court statement of corporate purpose is a misinterpretation of American corporate doctrine? Put it bluntly, what if Dodge vs. Ford is bad law?». En resumen, alega que esta sentencia ha sido un error judicial y que por la tanto la misma tiene que dejar de ser enseñada como el fundamento de la Shareholder Primacy, y por el contrario, enseñarse como un ejemplo de error judicial.

[95] M. Todd Henderson, «The story of Dodge vs. Ford Motor Company: everything old is new again» en J. Mark Ramseyer, *Corporate law stories* (New York: Foundation Press, 2009), 37.

[96] Horwitz, *The Transformation of American law 1780-1860*, 67, señala «then the issue [The Corporate Personality]suddenly vanished from controversy»; Cheffins, *The trajectory of (corporate law) scholarship*, 39 comentando esta obra de Dewey, afirma «did much to take the wind out of the debate».

[97] Término que en este trabajo utilizaremos de forma indistinta con el de «directivo»; en contraposición con el término inglés «*director*» al que traducimos como «consejero».

[98] Christopher M. Bruner, «The enduring ambivalence of corporate law», *Alabama Law Review* 59 (2008): 1385.

[99] Colombo, «Toward a nexus of virtue», 84; Francisco I, *Exhortación Apostólica Evangelii Gaudium*, (Madrid: San Pablo, 2013), 57, «En este contexto, algunos todavía defienden las teorías del "derrame", que suponen que todo crecimiento económico, favorecido por la libertad del mercado, logra provocar por si mismo mayor equidad e inclusión social en el mundo. Esta opinión, que jamás ha sido confirmada por los hechos, expresa una confianza burda e ingenua en la bondad de quienes detentan el poder económico y en los mecanismos sacralizados del sistema económico imperante».

2.2.1 La «*shareholder wealth maximization*». El accionista como centro del universo societario

El término Shareholder Value (equivalente, recordemos, a Shareholder Wealth Maximization) fue utilizado por primera vez por consultores estadounidenses en 1980[100]. Durante los últimos treinta años ha sido el modelo legal que, aún con detractores, más influencia ha tenido en la doctrina societaria anglosajona en general (no solo norteamericana, británica y canadiense, sino también la australiana —cada vez más influyente— y la neozelandesa). Este modelo postula que la gestión de la sociedad que realizan sus administradores, está definida y limitada por la obligación que tienen para con los accionistas de la sociedad. Cualquier otra responsabilidad es secundaria. En esta propuesta, los intereses de los stakeholders distintos de los accionistas, son sólo relevantes en la medida en la que sirven para conseguir el objetivo de maximizar el valor de la acción, y por lo tanto, la riqueza de los accionistas.

La doctrina sitúa el pistoletazo de salida del arrollador éxito de este modelo (en su concepción moderna, ya que recordamos que su origen jurisprudencial es la sentencia de «Dodge contra Ford» en 1919[101]) en la publicación por Milton Friedman, en el *New York Times Sunday Magazine* (1970), de un artículo en el que el Premio Nobel aseguraba que, dado que los accionistas son los «propietarios de la sociedad[102]», la obligación de la dirección de la empresa tienen que ser incrementar el valor de su inversión[103]. Esta premisa, que fue aclamada con inusitada vehemencia, fue reforzada por la publicación del quizás todavía más influyente «*paper*» titulado «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure[104]» en octubre de 1976. Este posicionamiento a favor del incremento del valor del accionista como fin de la sociedad, y por lo tanto, término y frontera con respecto a las facultades de gestión de

[100] Véase Karel Williams, «From shareholder value to present-day capitalism», *Economy and Society* 29, (2000)1: 1-12.
[101] Keay, *The corporate objective*, 41.

[102] Milton Friedman, «The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits», *New York Times Sunday Magazine* (13 septiembre 1970). http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html.
[103] Aunque el debate doctrinal sobre el fondo del asunto había sido ya demoledoramente ganado por las teorías económicas de la sociedad, no deja de sorprender al investigador europeo que el origen de este movimiento se localice en la publicación de un artículo, en el «dominical» de un periódico generalista.
[104] Jensen y Meckling, «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure»: 305.

los directivos y administradores, ha sido uno de los pilares esenciales de la denominada Escuela del Análisis Económico del Derecho[105].

En la segunda mitad del siglo XX, la mayoría de la doctrina (totalmente abducida por el Contractualismo[106]), reguladores y líderes empresariales, aceptaban sin cuestionárselo, que el incremento del valor para el accionista era el único objetivo del órgano de administración de las sociedades[107]. Solo hubo que esperar a la década de los setenta, para que esa primacía, parcialmente atenuada por el indudable poder del management, resultara definitivamente vencedora tras el ocaso del «*managerial-centric model*» en aquellos años. Es necesario señalar que la respuesta de los legisladores fue bastante tibia en este sentido, probablemente por innecesaria[108]; en efecto la victoria era ya total.

El momento álgido de esta concepción doctrinal fue la publicación en el año 2001, en el *Georgetown Law Journal* del ensayo titulado «The end of history for corporate law» de los profesores Kraakman y Hansmann[109] quienes afirmaban:

> *Academic, business, and governmental elites that ultimate control over the corporation should rest with the shareholders class; the managers of the corporation should be charged with the obligation to manage the corporation in the interest of its shareholders; other corporate constituencies, such as creditors, employees, suppliers and customers, should have their interest protected by contractual and regulatory means rather than through participation in corporate governance…and the market value of the publicly traded corporation´s shares is the principal measure of the shareholders´ interest…The triumph of the shareholders oriented model of the corporation is now assured.*

De hecho, la SEC durante los últimos treinta años, no ha hecho más que «re-hacer» el camino que «deshizo» desde los años cuarenta a los setenta. Para ello ha aprobado una serie de medidas[110] encaminadas a poner en valor este modelo, así como

[105] Teoría que, de forma un tanto pretenciosa, ha sido definida como «the most successful intelectual movement in the law in the last thirty years». Stephen S. Teles, *The rise of the conservative legal movement: The battle for control of the law* (Princetown: Princetown University Press, 2008), 216.
[106] Véase epígrafe 2.1.3. sobre el Contractualismo.
[107] Lynn Stout, *The shareholder value myth* (San Francisco: Berrett-Koehler, 2012), 21; Judd F. Sneirson, «Doing well by doing good: leveraging due care for better more socially responsible corporate decision making», *The Corporate Governance Law Review* 3 (2007): 481. «Prior attempts to attain this goal have met resounding defeat, however, both in the literature, in that they unacceptably lessen accountability and exacerbate agency costs, and also in practice as businesses, courts, and legislatures have resisted calls to impose additional obligations on managers and thereby upset a settled and highly successful body of law».
[108] Véase apartado .4.3. de este capítulo «La ambivalencia del corporate law».
[109] Henry Kraakman y Reinier Hansmann, «The end of history of corporate law»: 2-3. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.204528.
[110] Véase epígrafe 8.2 del capítulo I.

a fomentar —como lógica consecuencia de lo anterior— la participación de los accionistas en el gobierno corporativo de las sociedades. La SOX es el paradigma de esta legislación[111].

Es claro que esta propuesta tiene una serie de ventajas importantes, en relación con el Stakeholder Model. Es, en primer lugar y sobre todo, una teoría precisa en su objetivo. Es decir, es posible el evaluar si los directivos están o no, maximizando el valor de los accionistas, o si por el contrario tienen en consideración otros intereses. Es además, eficaz, en el sentido de que los gestores sólo tienen que conseguir la satisfacción de un único grupo de stakeholders: los accionistas. En último lugar, se dice que es pragmática, ya que suministra un criterio claro para determinar si se alcanza el éxito en la gestión del negocio, así como una guía precisa y visible para que el management sepa cuál es la dirección que hay que tomar para lograr ese éxito.

Los defensores de la shareholder value hacen especial hincapié en la consideración de que este modelo, es también bueno para el conjunto de la sociedad, ya que incrementa su bienestar en términos generales. Como dice Andrew Keay[112], la idea es que el sacrificio del resto de stakeholders en este paradigma pro-shareholder, será compensado con un incremento de la riqueza de los accionistas que, al final redundará en toda la sociedad[113]. No obstante, esta conclusión no es pacífica. Tal y como razona Kent Greenfield[114], sin un mecanismo que obligue a los accionistas a compartir sus ganancias con otros stakeholders, es seguro que estos últimos recibirán muy poco o nada.

Además, ha recibido las siguientes críticas[115]. La primera, es la indeterminación del tiempo en el que deberá de alcanzarse la máxima valoración de la inversión de los

[111] Sarbanes Oxley Act. Aprobada el 30 de julio de 2002. https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf
[112] Keay, «The enlightened shareholder value principle and corporate governance», 29.
[113] Ian B. Lee, «Efficiency and ethics in the debate about shareholder primacy», *Delaware Journal of Corporate Law* 31 (2006): 533.
[114] Kent Greenfield, «Saving the world with corporate law», *Emory Law Journal* 57 (2008): 947; Claudio F. Loderer et al, «Shareholder value: principles, declarations and actions», (2009): 22. *European Corporate Institute*. Working Paper No 95/2006. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.690044.
[115] Véase Lynn A. Stout , «Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy», *Southern California Law Review* 75 (2002): 1189, en la que realiza una crítica a los argumentos que tradicionalmente has servido de soporte a los defensores de la Shareholder Primacy. En concreto, critica la afirmación —hasta entonces indiscutida— de que los accionistas son los «propietarios» de la sociedad. Para ella, son simples «owners…of a type of corporate security commonly called stock». Esta argumentación es bastante recurrente en la doctrina legal de aquel país, en especial bajo el actual dominio de la Escuela del Análisis Económico del Derecho, que al conceptualizar la sociedad como un simple «nexo de contratos» no puede ser propiedad de nadie. Pero incluso desde el comunitarismo o progressive movement, también se apoya esta idea: en este caso para dar mayor peso en la gestión de la sociedad a los trabajadores (al no ser los accionistas verdaderos dueños, otros constituencies debieran incorporarse a la gestión de la sociedad); Lynn L. Dallas, «Working toward a new paradigm» en Mitchell, *Progressive Corporate Law*, 38. Cfr. Julian

accionistas. No es lo mismo el corto, que el largo plazo[116]. Es muy posible, además, que no todos los accionistas[117] tengan los mismos intereses económicos, con lo que será difícil adoptar medidas en interés de todos ellos[118]. Existe, además, la percepción generalizada de que este modelo exige al management de la compañía que la gestione pensando en el corto plazo[119]. Esto, obviamente, daña el desarrollo de la sociedad y sacrifica el valor de la misma a largo plazo. Otra censura señala que este modelo tiene un acercamiento a la realidad estrecho y simple. Dada la complejidad de la actual sociedad, no es razonable que los directores se centren exclusivamente en un único objetivo[120]. En último lugar, la crítica señala que este «*model*» no nace de ninguna razón ética o moral, sino solamente de la necesidad de ser eficiente. No hay ninguna consideración a valores como la justicia, la equidad, o la igualdad. Por lo tanto, muchos investigadores ven esta teoría como desafecta a la dimensión humana que es fundamental en todas las facetas de la vida, incluidos los negocios[121].

La doctrina estadounidense identifica, a su vez, como construcciones teoréticas en las que actualmente tiene su apoyo y base intelectual la moderna SHWM, la teoría de la agencia, la «*transaction cost theory*», y el trabajo de Hart, «The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration[122]».

Velasco, «Shareholder ownership and primacy», *University of Illinois Law Review* 3 (2010): 897, y «The fundamental rights of shareholders», *Davis University of California* 40 (2006): 407, quien en ambos artículos (sobre todo el primero) y de forma eficaz, a nuestro entender, clarifica y desenmaraña esta cuestión hasta volverla situarla en sus racionales términos: por supuesto que los accionistas son los propietarios de la sociedad.

[116] Véase, Henry T.C. Hu, «Risk, time and fiduciary principles in corporate investment», *University of California at Los Ángeles Law Review* 38 (1990).

[117] Andrew Keay, «Shareholder primacy in corporate law: can it survive?», *European Company and Financial Law Review* 7 (2010): 369.

[118] Aunque de forma mayoritaría la doctrina estadounidense defiende la diversidad de interés entre los accionistas; Lynn Stout A, «The shareholder value myth», *The European Financial review* (abril 2013) http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/771 ; George W. Dent «The essential unity of shareholder and the myth of investors short-termisn», *Delaware Journal of Corporate Law* 32 (2010): 97.

[119] David Millon, «Why is corporate management obsessed with quarterly earnings and what should be done about it?», *George Washigton Law Review* 70 (2002): 890.

[120] Véase David Wood, «Whom should business serve?», *Australian Journal of Corporate* Law 14, Issue 3 (2002).

[121] Keay, *The corporate objective*, 97.

[122] En efecto, vemos como todas ellas descansan en argumentos, premisas y terminología económicas; con escaso margen —volvemos a insistir en ello— para la ciencia jurídica. Carecen en su construcción de algo tan elemental en nuestro continente como es una investigación rigurosa sobre la naturaleza jurídica que es su ADN. Las tres son derivaciones (actualizadas por la Moderna Escuela del Análisis Económico del Derecho) del pensamiento y filosofía más neocapitalista e individualista. En síntesis son las siguientes: (i) Teoría de la Agencia: según esta, los directivos (management) tienen que supervisar el proceso de negociación voluntaria y los acuerdos entre los distintos actores que participan en las actividades de la sociedad. Estos directivos, son los agentes de los accionistas. El consejo, contrata a la dirección de la compañía, para que gestione esta en beneficio de los accionistas, ya que estos no tienen ni el tiempo ni los conocimientos necesarios. Los accionistas, al tener que controlar la gestión de los directores (para evitar que estos actúen en beneficio propio, o de forma no diligente), incurren en los denominados costos de

2.2.2 El «*stakeholder model*»

En este segundo apartado, incluiremos el «*model*» defendido por la doctrina denominada «*communitarian*» o «*progressive*». Pero antes creemos necesario realizar un breve acercamiento a los postulados defendidos por esta corriente ideológica-legal, al igual que hicimos en el apartado anterior con el Contractualismo.

Los comunitaristas defienden que las grandes compañías cotizadas son instituciones públicas, y no privadas. Entienden la sociedad como una comunidad interdependiente, de confianza mutua y beneficio recíproco. Más que estar preocupados por la reducción de los costos de transacción, lo que les interesa son los efectos sociales de la actividad de la sociedad. Rechazan la idea de que las distintas partes que contratan con la sociedad tengan la posibilidad de defender sus intereses en igualdad de condiciones, y por lo tanto, exigen normas imperativas, y una mayor regulación para otorgar adecuada protección a los más débiles[123].

Igualmente han criticado[124] duramente a la Teoría del Análisis Económico del Derecho (TAED), por estar demasiado centrada en el interés del individuo y por extensión, también la obsesión por el beneficio de la SHWM[125]. Lo cierto es que

---

agencia. En la reducción de estos costos, es en lo que pone su énfasis esta teoría. Véase Iain Clacher, David Hillier, y Patrick Mccolgan, «Agency theory: incomplete contracting and ownership structure»; Tomas Wuil Joo «Theories and models of corporate governance»; Donald Nordberg, «Unfettered agents? the role of ethics in corporate governance». Todos en H. Kent Baker y Ronald Anderson, *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010); (ii) «*Transactions Cost Theory*»: cuyas raíces se hunden en la obra de Ronald Coase de los años treinta. Este profesor defendía que las sociedades existían para reducir los costos de transacción que se dan en cualquier mercado. Agrupando estos costos en torno a las sociedades, siempre serían más reducidos que en los que incurren los individuos actuando en el mercado de forma aislada. Así pues, el derecho de sociedades tendrá como objetivo la organización de la compañía y sus relaciones exteriores, al objeto de reducir los costos de transacción en los que se incurre en el mercado. Esta teoría fue desarrollada por Oliver E. Williamson, véanse «The vertical integration of market production: market failure considerations», *American Economic Review* 61 (1971) y «Transaction cost economic» en Roberta Romano, *Foundations of Corporate Law* (San Francisco, California: Lexis Nexis, 2006); (iii) finalmente, la obra de Oliver Hart, en la que conceptualiza a la sociedad como un conjunto de derechos de propiedad: El derecho de propiedad es el concepto fundamental que es capaz de explicar la complejidad de la sociedad. La sociedad es definida como un conjunto de derechos, que pertenecen a la propia corporation. En este contexto, el derecho de propiedad, es entendido como el derecho a ejercer los derechos residuales de control. Véase Sanford Grossman y Oliver Hart, «The cost and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration», *Journal of Political Economy* 94 (1986).

[123] Millon, «New directions in corporate law: communitarians, contractarians and crisis in corporate law»: 1373.

[124] Véase Grasso, Bradley y Hunt, *Catholicism, Liberalism and Communitarism. The catholic intelectual tradition and the moral foundation of* democracy, 3. Acertada crítica al liberalismo individualista, desde la perspectiva comunitarista.

[125] «las líneas conceptuales de la batalla son claras. Donde los contractualistas encuentran su legitimación en los valores de libertad y competición, los comunitaristas, resaltan los de justicia y cooperación». Bradley et al, «The purposes and accountability of the corporation in contemporary society»: 42.

otorgan la máxima importancia a los principios sociales y políticos, a la dignidad humana y al bien común[126], así como a los valores y metas de la sociedad en la que viven, por lo que los vínculos culturales de las personas con su entorno deberán ser siempre respetados.

En definitiva, para esta posición doctrinal, la sociedad es una entidad con personalidad propia e independiente a la de sus socios; conectada de forma orgánica con nuestro mundo político, social, e histórico. La sociedad, a través de la ley, conforma un ente con una serie de características determinadas. La concesión o reconocimiento de todo ello, implica un deber para con la comunidad. En efecto, Lee[127] se plantea la siguiente cuestión: «What is the quid pro quo that society exacts for granting this special privilege to corporations?» Dodd [128] también abundaba en esta idea ya en 1932: «a sense of social responsibility toward employees, consumers, and the general public may thus come to be regarded as the appropiate attitude to be adopted by those who are engaged in business». Incluso Berle —en su seminal libro «Modern corporations and private property[129]»— lo resaltaba: «The control groups have, rather, cleared the way for the claims of a group far wider than either the owners or the control. They have placed the community in a position to demand that the modern corporation serve not alone the owners or the control but all society...Neither the claims of ownership nor those of control can stand against the paramount interest of the community».

Veamos ya en qué consiste el stakeholder model. Esta propuesta, a diferencia de lo que hemos expuesto en el epígrafe 2.2.1., no tiene una plasmación práctica en los Estados Unidos (cosa que sí ocurre en Europa, y en concreto, en Alemania), a salvo los intentos realizados en algunos Estados federados y que comentaremos en el apartado 2.3 de este capítulo. Veremos como, por ahora, han quedado en un mero «brindis al sol» de escasa trascendencia.

En este sentido, la Stakeholder Theory ha bebido en fuentes no exclusivamente propias de la sociedad mercantil capitalista; sino también de la literatura y principios cooperativistas. Véase como referencia en España, Enrique Gadea, Fernando Sacristán y Carlos Vargas Vasserot, *Régimen jurídico de la sociedad cooperativa del siglo XXI. Realidad actual y propuestas de reforma* (Madrid:Dykinson, 2009).

[126] En lo que coinciden con la doctrina social de la Iglesia Católica, una vez que algunos de estos autores se han desprendido de ciertos conceptos trasnochados de índole *pseudo-marxistas*, felizmente superados.

[127] Thomas Lee Hazen, «The corporate persona, contract (and market) failure, and moral values», *North Carolina Law Review* 69 (1991): 296.

[128] Dodd, «For who are corporate managers trustees?»: 1160.

[129] Berle y Means, *Modern corporations and private property*, 312.

Este modelo[130], paradójicamente, ha sido desarrollado y estudiado más por investigadores ligados a la ciencia de la economía que por juristas. Los dos fundamentos sobre los que descansa son los siguientes: (i) además de los accionistas, hay otros interesados (stakeholders) que contribuyen al éxito de la compañía y (ii) existen diversos grupos de stakeholders, además de los propietarios de las acciones, que se ven afectados por las decisiones que toma la dirección[131]. Su resultado, como veremos, ha sido una propuesta teóricamente bastante completa, pero de difícil implementación en la práctica[132].

El padre de la «*stakeholder theory*» moderna es R. Edward Freeman, quien publicó sus ideas al respecto en su influyente libro *Strategic management: a stakeholder approach*[133]. Esta teoría, aunque de forma parcial, sirve como guía para la actuación de

[130] Es realmente inabarcable la literatura surgida en los últimos años y que enfoca la Stakeholder Theory desde distintos ángulos. Valgan como muestra: Sybille Sachs y Edwind Rúhli, *Stakeholders matter* (Cambridge: Cambridge University Press, 2011); R. Edward Freeman et al., *Stakeholder theory. The state of the art* (New York: Cambridge University Press, 2010); Bradley R. Agle et al., «Dialogue: towards superior stakeholder theory». *Business Ethics Quarterly* 18 (2008): 153; Armen A. Alchian y Harold Demsetz, «Production information costs, and economic organization», *The American Economic Review* 62 (1972): 777; Margaret M. Blair y Lynn A. Stout, «A team production theory of corporate law», *Virginia Law Review* 85 (1999): 247; John R. Boatright, «Fiducuary duties and the shareholder-management relation: or what´s so especial about shareholders?», *Business Ethics Quarterly* 4. (1994): 393; «Contractors as stakeholders: reconciling stakeholders theory with the nexus of contracts firm», *Journal of Banking and Finance* 26 (2002): 1837; Rogene A. Buchholz, y Sandra B. Rosenthal, «Stakeholder theory and public policy», *Journal of Business Ethics* 51 (2004): 143; Carmelo Cennemo, Pascual Berrone Luis R. y Gómez Mejía, «Does stakeholder management have a dark side?», *Journal of Business Ethics* 89 (2009): 491; Andrew Crane et al., *The Oxford hand book of corporate social responsibility* (Oxford: Oxford University Press, 2008); Thomas Donalson, «The stakeholder revolution and the clarkson principles», *The Business Ethics Quarterly* (2002): 107; Amitai Etzioni, «A communitarian note on stakeholder theory», *Business Ethics Quarterly* 8 (1998): 679; R. Edward Freeman, K. Martin, y Bidham L. Palmar, «Stakeholder capitalism», *Journal of Business Ethics* 74 (2007): 303; R. Edward Freeman y Robert A. Phillips «Stakeholder theory: a libertarian defense», *Business Ethics Quarterly* 12 (2002): 331; Kevin Gibson, «The moral basis of stakeholder theory», *Journal of Business Ethics* 26 (2000): 245; Kenneth E. Goodspaster, «Business ethics and stakeholder analysis», *Business Ethics Quarterly* 1 (1991): 53; Morten Huse, *Boards governance and the value creation: the human side of corporate governance* (New York: Cambridge University Press, 2007); Michael C. Jensen, «Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function»: 235; Terry Macdonald, *Global stakeholder democracy: power and representation beyond, liberal states* (Oxford: Oxford University Press, 2008); Dick Matten y Andrew Crane, «What is stakeholder democracy? perspectives and issues», *Business Ethics: A European Review* 14 (2005): 6; Benjamin A. Neville y Bulent Menguc, «Stakeholder multiplicity: towards and understanding of the interactions between stakeholders», *Journal of Business* Ethics 66 (2006): 377; Robert Philips, «Stakeholder legitimacy», *Business Ethics Quarterly* 13 (2003): 25; Heiko Spitzeck y Erik Hansen, «Stakeholder governance: how stakeholder influence corporate decision making», *Corporate Governance* 10 (2010): 378; Lynn A. Stout, «Bad and no so bad arguments for shareholder primacy», *Southern California Law Review* 75 (2002): 1189.

[131] R. Edward Freeman y Robert A. Phillips, «Stakeholder theory: a libertarian defense», *Business Ethics Quarterly* 12 (2.002): 331.

[132] Probablemente la más reciente aportación doctrinal en este sentido, ha sido la realizada por Thomas M. Jones y Will Felps, en dos artículos titulados «Shareholder wealth maximization and social welfare: a utilitarian critique» y «Stakeholder happiness enhancement: a neo-utilitarian objective for the modern corporation», en *Business Ethics Quarterly* 23, issue 2 (2013): 207, e issue 3: 349, respectivamente. En los que se propugna como objetivo de la sociedad el «*Stakeholder happines enhacement*».

[133] Edward Freeman, *Strategic management: a stakeholder approach* (Boston: Pitman/Ballinger, 1984).

la dirección y el órgano de administración de la sociedad en varios países, entre los que destacamos por su importancia Japón y Alemania.

El término «stakeholder» (interesado)[134], como de forma poco feliz ha sido incorporado a nuestro idioma, es un vocablo vago y confuso, que al no haber sido objeto de regulación legal en ningún país (solamente ha sido incorporado a textos sin fuerza legal, o «*soft law*», como es el caso de las códigos de gobierno corporativo de sociedades cotizadas) ha quedado al arbitrio de las necesidades doctrinales. Señalar que Phillips[135] realizó —sobre la base de los trabajos de Hart y Rawls[136]— una aproximación al término, haciendo una división entre un concepto «amplio» o «derivativo» y otro «estrecho» o «normativo» de stakeholder. El primero, tiene su base en la definición que realiza el propio Edward Freeman, según la cual serán stakeholders «those who can affect or are affected by the achievement of the firm's objectives». Es una definición realmente extensa en la que, según algunos estudios, se pueden catalogar hasta cien grupos y subgrupos distintos[137]. Por el contrario, la concepción «estrecha» estima que solamente aquellos interesados, frente a los que es debida una obligación moral, serán stakeholders. Existe un consenso doctrinal muy amplio que incluye en este concepto a los siguientes grupos: accionistas, trabajadores, proveedores, clientes, y la comunidad en la que la sociedad radica.

El ideal del «stakeholderismo» es que los interesados trabajen juntos para conseguir un fin común, que no es otro que obtener beneficios para todos ellos. Otro de los padres de la «stakeholder theory», Clarkson, aseguraba que «the economic and social purpose of the corporation is to create and distribute wealth and value to all its primary stakeholders groups, without favoring one group at the expense of others[138]». A diferencia de la SHWM, ningún grupo tiene prioridad sobre otro[139]. Andrew Keay, pone de nuevo el dedo en la llaga al afirmar que «stakeholder approach in general terms is premised on the notion that inclusion from a social, economic and political perspective is valuable; and the theory focuses on fostering the full potential of all contributors[140]».

---

[134] En este trabajo, utilizaremos de forma indistinta los términos «stakeholder» e «interesados».
[135] Robert Phillips, «Stakeholder legitimacy», *Business Ethics Quarterly* 13 (2003): 25-41.
[136] Herbert L.A. Hart, «Are there any natural rights?», *Philosophical Review* 64 (1955): 1; John Rawls, *A theory of justice* (Cambridge, Massachusetts: Belkman Harvard University Press, 1971).
[137] Yves Fassim, «The stakeholder model refined», *Journal of Business Ethics* 84 (2009): 113.
[138] Max E. Clarkson, «A stakeholder framework for analizing and evaluating corporate social performance». *Academy Management Review* 20 (1995): 92.
[139] Mohammed Omran, Peter Atrill, y John Preston, «Shareholders versus stakeholders: corporate mission statements and investors returns», *Business Ethics: a European Review* 11 (2002): 318.
[140] Keay, «The corporate objective», 94.

Al contrario de lo defendido por la SHWM (que se centra en la eficiencia), la STKT abraza otro tipo de valores (aunque sin rechazar la eficacia), como son la justicia, la confianza y la cooperación. Trata de combinar aspectos económicos y éticos, y al hacerlo «domestica el aspecto más duro del capitalismo[141]». Por todo ello, son muchos los tratadistas (muchos en relación a la parte de la doctrina defensora del STKT) que incluso abogan por dar entrada a los stakeholders en los procesos de formación de la voluntad de la sociedad[142].

Han sido diversas las críticas que ha recibido esta propuesta. Una de ellas afirma que carece de base legal, por lo que su puesta en práctica deviene imposible. Es una teoría —prosiguen sus críticos— cuyos fundamentos más importantes son morales; no jurídicos, ni siquiera económicos. Es decir, está construida sobre la base del deber deontológico de tratar a todas las personas por igual y sobre la visión neokantiana del respeto a los demás (de ser todos iguales); lo cual nos lleva a ver a las personas no como medios para alcanzar un fin, sino como fines en sí mismos[143]. Frente a esta posición ética, la ácida crítica del sector más radical de la Escuela del Análisis Económico del Derecho, la ha tildado de «naive, superficial and unrealistic[144]», incluso se ha dicho que no tiene ni el status de teoría, que simplemente es una línea de investigación[145]. Se dice además, que no es una construcción clara[146]. En efecto, el aspecto más complicado de este modelo, es la obligación que tienen los administradores de sopesar, o equilibrar, los intereses contrapuestos que existen entre los diversos stakeholders. Aunque todos los grupos de interesados deben ser tratados por igual, no todas sus demandas y necesidades son semejantes, ni tienen la misma importancia en una situación determinada. De hecho y, al igual que comentábamos cuando realizábamos la crítica a la shareholder primacy, aquí también pueden existir divergencias de intereses, no sólo entre los distintos grupos

[141] John Plender, *A stake in the future: the stakeholder solution* (London: Nicolas Bradley , 1997), en Keay, «The corporate objective»: 71.
[142] Kent Greenfield, *The failure of corporate law* (Chicago: The University of Chicago Press, 2006), 181- 2; Markus Roth, «Employee participation, corporate governance and the firm: a transatlantic view focused on occupational pensions and co-determination», *European Business Organization Law Review* 11 (2010): 11; nueva aproximación a la posible participación de los empleados en el consejo de administración. En este caso el autor plantea que los trabajadores accedan como representantes de los fondos de pensiones que toman participaciones en sociedades cotizadas.
[143] Kevin Gibson, «The moral basis of stokeholder theory», *Journal of Business Ethics* 26 (2000): 245; Jill E. Fisch, «Measuring efficiency in corporate law: the rule of shareholder primacy» (december, 2005); *Fordham Law Legal Studies*, Working Paper nº 105, 29. http://ssrn.com/abstract=878391; Wesley Cragg, «Business ethics and stakeholder theory», *Business Ethics Quarterly* 12 (2002): 113.
[144] Christopher Stoney y Diana Winstanley, «Stakeholder confusion or utopia? mapping the conceptual terrain», *Journal of Management Studies* 38 (2001): 600.
[145] Simon Learmount, «Theorizing corporate governance: new organizational alternatives», *Journal of Interdisciplinary Economics* 14 (2003): 159.
[146] Keay, *The enlightened shareholder. Value principle and corporate governance*, 49.

de stakeholders, sino también dentro de cada grupo (así acreedores a corto o largo plazo, o con distinta clase de garantías). La dificultad final es el determinar las bases del equilibrio. El problema es que no existe un criterio para asignar un peso relativo en la sociedad a cada grupo. La consecuencia de esta falta de claridad puede afectar a la dirección de la sociedad en dos sentidos distintos. Uno sería la falta de una orientación estratégica concreta y precisa para que la dirección pueda, en su caso, equilibrar realidades muy diferentes; y el segundo sería, el que amparándose en sus obligaciones ante los distintos grupos de interesados, la dirección se volviese «incontrolable». En efecto, cualquier acción u omisión que vulnerara los deberes de diligencia y lealtad, será siempre más fácilmente justificable, cuando se han de perseguir los intereses de distintos grupos, en vez de los de uno solo.

De distinta forma que en la SHWM (en la que los accionistas sí que pueden ejercitar la acción social de responsabilidad, para exigir a los administradores que actúen en beneficio de la sociedad, o lo que es lo mismo y según interpretación totalmente extendida, en beneficio de los propios accionistas), en la STKT, excepto los accionistas, ningún otro grupo de stakeholders está facultado para el ejercicio de acción social alguna en defensa de sus intereses. Es decir, no pueden solicitar de los administradores la toma de decisiones que les beneficien como grupo.

El «stakeholder model» tiene a su vez, distintas variables. Dejaremos constancia de las siguientes, por ser las más representativas: i) el «*fiduciary model*», ii) la «*team production theory*», desarrollada por Blair y Stout[147], iii) el argumento de Elhauge[148] según el cual los managers deben de tener la capacidad de sacrificar beneficios en interés de la sociedad.

2.2.3 «*Enlightened model*»

Finalmente, como una tercera vía y tratando de superar el antagonismo entre las dos direcciones, así como el irresoluble problema que, desde nuestro modesto punto de vista, plantea el stakeholder model (con el que quizás filosófica y éticamente estamos más de acuerdo), han surgido las denominadas teorías «*enlightened*» (ilustradas[149]). Aunque las

[147] Margaret Blair y Lynn A. Stout, «A team production theory of corporate law», *Virginia Law Review* 85 (1999).

[148] Einer Elhauge, «Sacrificing corporate profits in the public interest», *New York University Law Review* 80 (2005): 733; Ian B. Lee, «Efficiency and ethics in the debate about shareholder primacy», *Delaware Journal of Corporate Law* 31 (2006): 533.

[149] Véase Andrew Keay y Hao Zhang, «An analysis of enlighted shareholder value in light of ex opportunism and incomplete law», *European Corporate and Financial Law Review* 4 (2011): 445; David

mismas gozan de gran predicamento en el Reino Unido, por el contrario su presencia en los Estados Unidos es minoritaria. En síntesis, estos «*value principles*[150]» que se incorporaron a la vigente Company Act Británica de 2006[151], establecen el criterio de que en la actuación para promover el éxito de la compañía en el beneficio final de los accionistas, los consejeros están obligados a tener en cuenta el interés de otros constituencies. El profesor de Harvard, M. Jensen[152], americanizando estos principios, propone que el fin de la sociedad sea la maximización, a largo plazo, del valor total de la compañía en el mercado. Como dice Ho: «maximizing firm value maximizes shareholder wealth, not the other way around[153]».

Obviamente, la elección de una de estas tres vías será una opción legislativa que, por supuesto, será a su vez el resultado de una decisión política[154].

3. ESTADO PRÁCTICO DE LA CUESTIÓN EN LOS ESTADOS UNIDOS

Millon, «Enlightened shareholder value, social responsability and the redefinition of the corporate purpose without law», *Washington and Lee University School of Law.* Working Paper Nº 2010/11 (junio 2010); También en el Reino Unido, ha tenido bastante predicamento, el denominado «*Stewardship model*», el cual ha cristalizado en el denominado «*The Uk Stewardship Code*» de aplicación a los inversores institucionales, donde se afirma en sus dos puntos iniciales: «1. Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole. 2. In publicly listed companies responsibility for stewardship is shared. The primary responsibility rests with the board of the company, which oversees the actions of its management. Investors in the company also play an important role in holding the board to account for the fulfilment of its responsibilities». https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6.

[150] Keay, *The enlightened share value principle and corporate governance*, 63. Expone como el Company Law Review Steering Group, encargado de revisar la legislación societaria en el Reino Unido, propuso la introducción —posteriormente aceptada— de un «principio» que más tarde sería conocido como el «*enlightened shareholder value*» (ESV) y que pretendía influir en cómo los consejeros debían de gestionar la compañía en la persecución de sus objetivos.

[151] En concreto en la sección 172 (1) dispone:

> *A director of a company must act in a way that he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to (a) The likely consecuences of any decision in the long term. (b) the interest of the company´s employees (c) the need to foster the company´s business relationships with suppliers, customers and others (d) the impact of the company´s operations on the community and the environment (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standars of business conduct, and (f) the need to act fairly between the members of the company.* http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf.

[152] Michael C. Jensen, «Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objetive function», *Business Ethics Quarterly* 12 (2002): 235-56.

[153] Véase Virginia Harper Ho, «Enlighted shareholder value: corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide», *The Journal of Corporation Law* 36 (2010): 45. Acertada exposición de la esencia de esta teoría, así como su aplicación al gobierno corporativo.

[154] Peter A. Gourevitch y James Shinn, *Political power and corporate control* (New Jersey: Princetown University Press, 2005), 3.

Expuestos los dos principales modelos, vamos a realizar una breve exposición de cuál es el estado de la cuestión en la práctica. Y lo haremos desde dos perspectivas diferentes. La primera será a nivel legislativo, a través del comentario de la actual legislación que existe a día de hoy en los diferentes Estados federados. Y la segunda, a nivel *soft law* o, como ellos mismos se denominan de forma mayoritaria, «*corporate governance principles*» o «*guidelines*» aprobados por las más importantes empresas cotizadas de los Estados Unidos. Pero antes, realizaremos una breve incursión en la peculiar «guerra» legislativa en la que se fraguó el corporate law.

3.1 *RACE TO THE BOTTOM*

Louis Brandeis, siendo ya juez del Tribunal Supremo, en una de sus sentencias introdujo la expresión —luego muchas veces citada— «*race to laxity*». De igual forma el profesor de Yale y antiguo presidente de la SEC, William Cary, en un celebrado artículo publicado en 1974 titulado «Federalism and corporate law: reflections upon Delaware[155]» utilizó, en el mismo sentido, la expresión «*race to the bottom*» que, finalmente, ha tenido mayor éxito.

En concreto, estas dos locuciones hacen referencia a como cierto número de pequeños Estados, aprobaron una serie de leyes de sociedades menos restrictivas que las de sus vecinos, con el objetivo indisimulado de atraer a su jurisdicción cuantas más sociedades, mejor. Estos Estados pretendían incrementar sus ingresos a través del cobro de distintas tasas e impuestos[156] a las corporations que allí se domiciliasen. Tal y como hemos visto, New Jersey fue el precursor, aunque finalmente fue Delaware[157] quien tuvo un éxito rotundo. A pesar de que ha habido varios intentos por desbancarlo,

[155] William Cary, «Federalism and corporate law: reflections upon Delaware», *The Yale Law Journal* 83, 4 (1974): 663.

[156] Roberta Romano ha sugerido, «The foundations of the federalism debate in corporate law is that revenues derived from franchise taxes provide a powerful incentive for state legislatives to implement corporation codes that will mantein the number of domiciled corporations, if not lure new firma to incorporate in their state. All participants in the debate believe that the income produced by the chartering business spurs states to enact laws that firms desire». «State competition for corporate charters». *Cardozo Law Review* 8 (1987): 709,

[157] Mark J. Roe, «Delaware´s politics», *Harvard Law Review* 118 (2005): 2536. En la «*race to the bottom*» no solo es determinante la competencia entre los Estados —que por supuesto lo es— sino también la relación con Washington, ya que en determinadas materias las autoridades federales pueden «desplazar» a los estados. Tanto la SEC, como el Congreso federal, en asuntos de gran impacto mediático, están deseosos de adelantarse a la legislación de los Estados, en materias que, además, pertenecen a una zona «gris» en la pugna competencial.

(recientemente North Dakota[158]) hasta ahora y por los motivos que expondremos, ha permanecido en cabeza sin que ningún otro le hiciese sombra.

Lo cierto es que esta competencia entre los Estados ha preocupado sobremanera, tanto a la doctrina como a la judicatura. En efecto, con el objeto de resultar «atractivo», el estado de Delaware diseñó una legislación «cómoda» para aquellos actores sociales que, en definitiva, son los que tienen la capacidad para decidir donde debe domiciliarse la sociedad. Estos son los directivos y accionistas mayoritarios en el caso de una sociedad ya constituida, y los socios constituyentes (y normalmente mayoritarios y además, muchas veces gestores), en una sociedad de nueva formación. Lógicamente todos ellos preferirán una ley que contenga menos limitaciones a su libertad para adoptar decisiones, que una ley restrictiva e intrusiva. Como nos dice Gevurtz[159], si en un mundo ideal el legislador debiera equilibrar la necesidad de protección del pequeño accionista, con la flexibilidad en la gestión requerida por la dirección y los grandes accionistas; en cuanto un Estado abandonara este desiderátum de equilibrio a favor del segundo (con el objeto de atraer a su jurisdicción a las grandes empresas) el resto de ellos se encontrarían en una situación de inferioridad competencial, que les llevaría a tratar de emular al primer Estado «transgresor». El resultado es la «*race to the bottom*»: una continua dilución («*watering down*») de las protecciones recogidas en el derecho de sociedades en favor de los pequeños accionistas. Obviamente, esta dinámica es deudora de la competencia que, en materia de sociedades, tienen atribuida de forma exclusiva los Estados federados. Por ello, la doctrina contraria a esta práctica, aboga por la aprobación de una ley federal de sociedades que, de verdad, defienda los intereses de los accionistas minoritarios.

Pero realmente, no podemos decir que esta sea la postura mayoritaria en la doctrina. Una parte importante de la misma entiende que esta «competencia» legislativa es la razón del éxito del sistema de sociedades en aquel país. Para muchos es una «*race to the top*[160]» que ha tenido como resultado el desarrollo de un derecho de sociedades que es objeto de estudio en todo el planeta. Los defensores de esta última posición alegan que los inversores tienen libertad absoluta para elegir en que compañía quieren realizar su inversión; por lo que si creyesen que la misma estaría menos protegida en

[158] Véase Stephen M. Bainbridge, *Corporate governance after de financial crisis* (Oxford.Oxford University Press, 2012), 25.
[159] Franklin A. Gevurtz, *Corporate law*, 2ª ed., (Minnesota: Thompson Reuters, 2010), 41.
[160] Así lo denominó Ralph. K. Winter Jr, «State law, shareholder protection, and the theory of the corporation». *Journal of Legal Studies* 6 (1977): 251.

Delaware, nunca invertirían en compañías con el domicilio social en este estado. Además —continúan— del análisis de diversos estudios realizados en relación con sociedades que cambiaban su domicilio social de cualquier estado a Delaware, se deduce que existe significativos incrementos en el precio de las acciones de estas compañías cuando anuncian este cambio; mientras que ninguno de los estudios ha detectado un impacto negativo[161]. Concluyen, por tanto, que esta competencia es sana y positiva para el sistema del derecho de sociedades de aquel país. En palabras de la profesora de la Universidad de Yale, Roberta Romano, esta característica es realmente «*the genious of american corporate law*[162]».

Ahora bien, ¿cuáles son las razones por las que este diminuto Estado ha conseguido mantener esta primacía en lo que a sociedades domiciliadas se refiere[163]? Siguiendo de nuevo a Romano[164], podemos afirmar que las razones son las siguientes: (i) su propio éxito, precisamente, es un freno que limitará posibles excesos que perjudiquen los intereses de algunos de los distintos constituencies, y por lo tanto, pueda poner en peligro su hegemonía. Ciertamente, las autoridades de este estado no pueden jugar con «la gallina de los huevos de oro». La cifra final recaudada con motivo de estas domiciliaciones representa el 18 por ciento de los ingresos totales de Delaware; frente a una media del 0,8 por ciento en los otros estados de la unión; (ii) La disposición constitucional del estado de Delaware que determina que los cambios en la Ley de Sociedades (técnicamente, el título octavo del Delaware Code) solo pude ser modificados con el voto a favor de los dos tercios de ambas Cámaras; (iii) Delaware ha invertido mucho dinero en activos que son denominados por Romano «*legal capital*». En concreto, se refiere a la existencia de un cuerpo de jueces especialistas en derecho de sociedades, una jurisprudencia consolidada y una administración de justicia rápida y eficaz en la tramitación de los procedimientos[165].

[161] Roberta Romano, *The genious of american corporate law* (Washington: American Entreprise Institute, 1993), 18.
[162] Ibíd. Expresión con la que titula su conocido libro, en el que trata este problema.
[163] Bainbridge, *Corporate law*, 9. La mitad de las sociedades que cotizan en el NYSE, así como el 60 por ciento de las 500 empresas más importantes del país, según Fortune, tienen su domicilio social en este pequeño estado.
[164] Roberta Romano, «The state competition debate in corporate law», *Cardozo Law Review* 709 (1987): 120.
[165] Cfr. John Armour, Bernard S. Black y Brian Cheffins, Afirman que sobre la base de diversos estudios realizados, se puede demostrar que en los últimos años «a majority of shareholder suits involving Delaware companies are being brought and decided elsewhere. We examine in this Article the implications of this "out-of-Delaware" trend, emphasizing a difficult balancing act that Delaware faces». «Delaware´s balancing act», *Indiana Law Journal* 87, issue 4 (2012): 1345.

Aunque es una opinión minoritaria, hay quien niega la existencia de esta competencia estatal, como es el caso de Kahan y Kamar[166], quienes afirman que «other than Delaware, no estate is engaged in significant efforts to attract incorporations of public companies». Estos autores mantienen que los Estados tienen una legislación societaria muy parecida, de hecho, treinta de ellos (incluido el distrito federal de Columbia) siguen el modelo de la Model Business Corporation Act (MBCA)[167]; y además todos tienen tribunales especializados (el equivalente a nuestros juzgados de lo mercantil). Por lo tanto, lo que inclina a las sociedades a elegir uno u otro estado, no es la legislación, sino barreras políticas y económicas[168].

3.2. LEGISLACION DE LOS ESTADOS FEDERADOS

Ya hemos comentado reiteradamente que los Estados Unidos han sido doctrinal, jurisprudencial y legalmente hablando —desde los años noventa—, el bastión de la SHWM. Pero, también es cierto que se han producido una serie de acontecimientos, que de forma tímida, nos permiten atisbar una ligera tendencia hacia la teoría del «*stakelholderismo*». Efectivamente, durante los treinta últimos años, se ha producido la aprobación, por cuarenta Estados de la Unión, de lo que se ha dado en denominar «*Constituency Statutes*», «*Stakeholder Statutes*», o «*Non-shareholder Statutes*». Es decir, son modelos de estatutos para sociedades, aprobados por los parlamentos de los Estados federados, en los que tal y como veremos, se permite a la dirección y el consejo de administración de la sociedad, que a la hora de tomar sus decisiones, tengan en consideración el interés, no solo de los accionistas, sino también de otros stakeholders. Avanzamos desde ahora, que en su mayoría, simplemente permiten, no «obligan» a nada.

En realidad, el origen de estos estatutos no fue, desgraciadamente, la convicción de los legislativos de los diferentes Estados de la Unión, de tener que aprobar una legislación que tuviera en cuenta los intereses de todos los stakeholders. El verdadero motivo fue la presión realizada por el management de las sociedades, en los años ochenta, al objeto de tener más argumentos con los que defender la sociedad ante la

[166] Marcel Kahan y Ehud Kamar, «The myth of state competition in corporate law», *Stanford Law Review* 55 (2002): 679.
[167] Stephen Bainbridge, http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2013/11/a-map-of-model-business-corporation-act-states.html.
[168] Kahan y Kamar, «The myth of state competition in corporate law»: 684.

«avalancha» de OPAS de aquella década. En efecto, al poder fundamentar su oposición a una OPA en los intereses de stakeholders distintos a los accionistas, los directivos escapaban del hasta entonces omnipresente SHWM que de forma despiadada aplicaban también los tribunales. De esta forma, y aunque la oferta fuera atractiva para los accionistas, el management se podía oponer a la misma alegando los intereses de otros stakeholders. Obviamente, ellos además, al no triunfar la oferta, salvaban su puesto de trabajo («*management entrechment*»[169]).

Para Bainbridge, la aprobación de estos «*constituencies statutes*», ha sido «the most significant change in United States corporate law since the New Deal securities laws, or even the enabling codes of the last century and they were potentialy revolutionary[170]». Ya veremos como, desafortunadamente, ha quedado por ahora, en una mera modificación formal de escasa —por no decir nula— transcendencia práctica.

El primero de ellos fue aprobado en 1983 por el estado de Pennsylvania[171], y desde entonces, un incesante goteo de modificaciones en las corporate law de los distintos Estados ha permitido que, al menos teóricamente, el stakeholder model, haya alcanzado unos parámetros de difusión inesperados[172]. Estos estatutos requieren[173], o permiten[174] a los directores y al consejo, tomar en consideración los intereses de varios grupos de stakeholders. Entre los grupos más citados están (además de los accionistas), los empleados, los proveedores, clientes, acreedores y las comunidades donde están ubicadas las sociedades. Como vemos, coinciden con los grupos generalmente aceptados por la doctrina antes mencionada. Paralelamente, mientras algunos estados (Idaho, Nuevo México, Mississippi, Ohio, y Wyoming), exigen expresamente tener en cuenta los intereses de los accionistas junto a los de los stakeholders; otros, como Indiana y Pennsylvania, prohíben beneficiar a un grupo concreto de stakeholders. Arizona e Idaho, van más allá y exigen a los directores actuar siempre pensando en el largo plazo de la sociedad.

---

[169] Véase Keay, *The enlightened shareholder value principle and corporate governace*, 189.
[170] Stephen Bainbridge, «Interpreting nonshareholders constituency statutes», *Pepperdine Law Review* 19 (1.992): 971.
[171] Ver actual redacción en http://www.legis.state.pa.us/WU01/LI/LI/CT/HTM/15/15.HTM.
[172] Jonathan Macey, «Fiduciary duties as residual claims: obligations to nonshareholders constituencies from a theory of the firm perspective», *Cornell Law review* 84 (1.999): 1.266.
[173] Connecticut: CONN. GEN. STAT. S.33-313 (2003); Arizona: ARIZ. REV. STAT. S.10-1202 (2002); Idaho CODE s. 30-1602 (2002), en Keay, «The enlightened shareholder value principles and corporate governance»: 188.
[174] Indiana, IND. CODE, s. 23-1-35-1(d); Ohio: OHIO REV. CODE. ANN, s. 1701.59 (E) (Supp. 1989). Ibídem.

No obstante, como hemos avanzado, la realidad es bastante distinta. Para un sector de la doctrina[175] estos estatutos «by attempting to reach too many varying interest, constituency statutes fall to provide a benchmark for shareholders and stakeholders to hold directors accountable of their decisions». A esto hay que añadir el hecho de que los juzgados no han querido, o no han sabido cómo aplicarlos, con independencia o superando el omnipresente SHWM model[176]. El hecho cierto es que estos modelos de estatutos, ni en el campo de la práctica legal, ni en los tribunales[177] han tenido los resultados esperados[178]. Son casi inexistentes los procedimientos judiciales en los que se ha demandado a los administradores por no haber tenido presentes los intereses de los stakeholders. Hay registrados solamente tres casos, en los cuales, además, los jueces no han seguido una actuación uniforme[179]. Podemos afirmar, por lo tanto, que estos «*constituency statutes*[180]» no han tenido un impacto directo, en la práctica societaria estadounidense[181]. Quizás, ante la desilusión creada, algunos autores con más voluntarismo que pragmatismo, afirman que estos estatutos reflejan un reconocimiento ideológico y moral de la necesidad de valorar los intereses de los stakeholders en la toma de decisiones por parte de la dirección de la empresa. Tampoco debemos ser excesivamente pesimistas. Es cierto que una parte importante de la doctrina empieza a detectar un cambio, que si bien en principio solo es «retórico» para algunos[182], para otros es, sin duda, el inicio de una modificación de tendencia[183].

[175] Véase Edward S. Adams y John H. Matheson, «A statutary model for corporate constituency concerns», *Emory Law Journal* 49 (2000) ;Wai Shun Wilson Leung, «The indecuancy of shareholder primacy: a proposed corporate regime that recognizes non-shareholder interest», *Columbia Journal of Law and Social problems* 30 (1997).

[176] Anthony Bisconti, «The double bottom line: can constituency statutes protect socially responsible corporations stuck in Revlon Land?», *Loyola Los Ángeles Law Review* 42 (2009): 765.

[177] Lynda J. Oswald, «Shareholders vs. stakeholders: evaluating constituency statutes under the takings clause», *Journal of Corporation Law* 23 (1997): 1; esta misma autora en la página 7 señala que la escasez jurisprudencial ha impedido que los jueces estudien cómo han de interpretarse los estatutos.

[178] Véase D. Gordon Smith, «he shareholder primacy norm», *The Journal of Corporation Law* 23 (1998): 323, quien incide en esta cuestión al manifestar, «the shareholder primacy norm may be one of the most overrated doctrines in corporate law». Aunque realiza esta afirmación en 1998, resalta la sobrevaloración teórica que esta doctrina ha tenido en relación con la limitada puesta en práctica de la misma.

[179] Keay, *The enlightened shareholder value principles and corporate governance*, 196.

[180] En el Reino Unido, la aprobación de los «*constituencies Statutes*» tuvo su reflejo en el denominado principio del «*Enlightened Shareholder Value*» (ESV) al que antes hemos hecho referencia.

[181] Keay, *The enlightened shareholder value principle and corporate governance*, 198, en donde señala que esta falta de éxito, quizás sea «because they only operate to the extend that they do not conflict with shareholder value».

[182] Véase Lisa M. Fairfax, «The rethoric of corporate law: the impact of stakeholder rethoric on corporate norms», *The Journal of Corporation Law* (Spring, 2006): 677, donde anuncia «for example, in January 2005 The Economist featured a series of articles acknowledging that stakeholder rhetoric had begun to eclipse the rhetoric involving the shareholder primacy norm. It has done so not only through the permeation of such rhetoric in corporate documents, such as annual reports and mission statements, but also through a proliferation of officers, board committees, and even entire departments dedicated to

3.3. *CORPORATE GOVERNANCE GUIDELINES* DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Hemos analizado los principios de gobierno corporativo de las cien sociedades cotizadas más importantes de los Estados Unidos, según el ranking que la revista *Fortune* publica anualmente[184]. De su estudio hemos concluido que el 75 por ciento de ellas expresamente señalan que el consejo de administración, en su labor de gestión y administración de la compañía, debe de promover en primer lugar el interés de los accionistas (denominados en estos guidelines indistintamente shareholders, stockholders, o «*owners*»), y el de la compañía. Un 9 por ciento, citan solo a la compañía; un 11 por ciento no dicen nada a este respecto, y un 5 por ciento expresamente mencionan a todos los stakeholders.

Esta «realidad» tiene, como no puede ser de otra forma, sus consecuencias en el gobierno corporativo de las sociedades. La clara inclinación que en la práctica se da en los Estados Unidos, en favor de los accionistas —sobre la base de un concepto de los mismos, entendemos que superado por las circunstancias— hace que de forma refleja, el corporate governance sufra una desviación proaccionista, que está siendo utilizada incorrectamente en la actualidad.

4. EL DERECHO DE SOCIEDADES COMO INSTRUMENTO DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Creemos que realmente, «corporate legal theory today is about governance[185]», por lo que en este apartado es necesario realizar una reseña sobre cuál es la materia

---

overseeing and implementing policies that address stakeholder issues»; Adam Winkler, «Corporate law or the law of business. Stakeholder and corporate governance at the end of history», *Law and Contemporary Problems* 67 (2004): 109; quien no ve tan clara la victoria de las teorías económicas de la sociedad. Entiende por el contrario, que los communitarians han obtenido resonantes victorias, no directamente a través del derecho de sociedades, pero sí a través de su influencia en la aprobación de la reciente legislación laboral, fiscal, medio ambiental, y de defensa de consumidores y usuarios.

[183] Lisa M. Fairfax, «Doing well while doing good: reassessing the scope of directors fiduciary obligations in for-profit corporations with non-shareholders beneficiaries». *Washington & Lee Law Review* 59 (2002): 474, en las conclusions de su artículo señala, «this suggest that the social entity conception of the corporation has taken precedence over the shareholder primacy model, or at the very least, that commentators overstate the dominance of the shareholders-centered model».

[184] Véase *Fortune* 8 (16 de junio de 2014). http://fortune.com/fortune500/.

[185] William W. Bratton y Michael L. Wachter, «Shareholder primacy´s corporatist origin: Adof Berle and the private corporation», *Journal of Corporation Law* (2008)34: 143.

regulada por el derecho de sociedades de los Estados, así como el órgano social en el que, según las diversas teorías, debe residir el poder de control de la sociedad. Además, como lógica derivada de lo anterior, expondremos el cometido que la doctrina estadounidense asigna al derecho de sociedades. De esta forma, pretendemos que el lector tenga una visión, que aunque elemental, resulte suficiente para una mejor comprensión de los capítulos siguientes, y en definitiva, del objeto de este trabajo.

4.1 EL *CORPORATE LAW* DE LOS ESTADOS

De acuerdo con Rezaee[186], las fuentes de las normas, prácticas y directrices del gobierno corporativo son: las leyes de sociedades de los estados o corporate law, las leyes federales que regulan los mercados de valores, los *listing standards*[187], y las denominadas «mejores prácticas[188]». A lo largo de presente epígrafe, y en consonancia con lo tratado en este capítulo, haremos un repaso de la materia que tradicionalmente ha sido objeto de competencia federada, dejando para el próximo capítulo la legislación federal[189] y los listing standars aprobados por los dos grandes mercados de instrumentos financieros de los Estados Unidos: el NYSE y el NASDAQ.

Recordemos que la legislación aplicable a una sociedad viene determinada por el estado en el que los accionistas o el consejo deciden su registro o *incorporation*[190], que es donde se inscriben los *governance documents*[191], denominándose a aquel, *state of incorporation*. Podemos afirmar que —a pesar de la aparente dispersión legislativa que otorga la posibilidad de elegir entre cincuenta y una jurisdicciones diferentes— la legislación societaria es bastante homogénea. Entre el modelo propuesto por la MBCA (que como ya dijimos, ha sido incorporado por treinta estados), y la legislación del estado de Delaware (en el que tienen su sede una parte importante de las compañías cotizadas), nos encontramos con que, de hecho, el corporate law que obliga a las

[186] Zabihollah Razaee, *Corporate governance post-Sabarnes-Oxley act: regulation, requirements, and integrate processes* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2007).
[187] Son los requisitos exigidos por el NYSE y el NASDAQ a las compañías —y referidos a su gobierno corporativo— necesarios para que puedan cotizar es estos mercados. En el capítulo III, los examinaremos con mayor detenimiento.
[188] «*Best practices*», pensamos que la traducción mayoritariamente admitida de «mejores prácticas» resulta manifiestamente inadecuada. Hubiera sido preferible «prácticas recomendables».
[189] La legislación federal, por el contrario, regula las *shareholder´s proposals*, los *proxy access*, y una serie de normas que limitan el ejercicio del derecho de voto por los *brokers* o empresas de inversión a través de las cuales la mayoría de los ciudadanos de aquel país realizan sus inversiones.
[190] Bainbridge, *Corporate law*, 8. Como señala el profesor de UCLA: «corporate governance matters are controlled by the law of the state of incorporation».
[191] En páginas anteriores ya adelantamos qué son los bylaws y los *charter* o *articles of incorporation*, pero nos remitimos a lo que sobre ellos expondremos en el siguiente epígrafe (4.1.2.).

sociedades (en este caso, tanto a las cotizadas como a las no cotizadas) no difiere, en lo esencial, de un territorio a otro. En palabras de William J. Carney: «american corporate law reveals a pattern of substantial uniformity[192]».

Las leyes de sociedades establecen estándares de conducta para las corporations y definen las obligaciones, deberes y responsabilidades de los accionistas[193], consejeros y dirección, afectando directamente a su gobierno corporativo. Su objetivo es también, proteger los intereses de los accionistas al permitir a los inversores: (i) elegir a los consejeros, (ii) inspeccionar la contabilidad de las empresas, (iii) aprobar ciertas operaciones societarias, como fusiones y adquisiciones, (iv) recibir las tarjetas de delegación y (v) obtener información sobre operaciones vinculadas[194].

A pesar de que la legislación federal ha ido hurtando materias de gran transcendencia al corporate law, realizaremos una breve aproximación a lo que queda de ella con respecto al consejo de administración y al ejercicio de los derechos de los accionistas en el seno de la junta general

Seguiremos, como hilo conductor de la exposición, tanto la vigente legislación del estado de Delaware, como las propuestas recogidas en el modelo de la MBCA. Nos ceñiremos al orden y sistema en el que en ambos referentes (que además coinciden) son reguladas las materias que en este apartado tratamos: régimen legal del funcionamiento del consejo de administración y de la junta general de accionistas. Ilustraremos las disposiciones legales con ejemplos prácticos de los bylaws de algunas de las más importantes sociedades cotizadas de los Estados Unidos.

4.1.1 En relación con el consejo[195]

[192] William J. Carney, «The production of corporate law», *Souther California Law Review* 71 (1997-98): 715-26. Los 142 artículos más importantes de la MBCA han sido incorporados por el 71,5 por ciento de los Estados de la Unión a sus respectivas leyes de sociedades.

[193] Stephen Bainbridge, «Shareholder activism and institutional investors», *University of California, School of Law, Research paper*, nº 05-02 (2005). Para este autor los derechos de los accionistas, según el DGCL, quedan limitados a: la elección de los consejeros, la aprobación de las modificaciones de los charters o bylaws, la aprobación las fusiones y ventas de una parte importante del activo de la compañía y la disolución voluntaria de la compañía. Desde un punto de vista formal –continúa– solo la elección de los consejeros y la modificación de los bylaws es posible sin la autorización previa del consejo. En la práctica, incluso la elección de consejeros esta predeterminada por el consejo que convoca la junta, al ser el autorizado competente para nominar a los candidatos.

[194] Zabihollah Razaee, *Corporate governance rules and guidelines*, en *Corporate governance a synthesis of theory, research, and practice*. H. Kent Baker y Ronald Anderson, eds. (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010), 577.

[195] Véase Oliver E. Williamson, «Corporate governance», *The Yale Law Journal* 93 (1984): 1197; Donald G. Langevoort, «The human nature of corporate boards: law, norms, and the unintended consequences of independence and accountability», *Georgetown Law Journal* 89 (2001):797; Roberta Romano, «What is the value of other constituency statutes», *University of Toronto Law Journal* 43 (1993): 533; Eric Helland y Michael Sykuta, «Regulation and the evolution of corporate boards: monitoring, advising, or window

Siguiendo de nuevo al maestro Bainbridge, podemos decir que en la moderna y compleja sociedad cotizada de inicios del siglo XXI, se produce una evidente asimetría informativa y de intereses entre los distintos constituencies que, de una u otra forma, tienen relación con la sociedad. Debido a la falta de información y de incentivos necesarios para tomar decisiones fundadas por parte de los accionistas (tanto en aspectos de gestión como de estrategia), lo menos costoso —y probablemente eficaz— será transmitir todas las piezas del puzle de la información a un único órgano que centralice la toma de decisiones: el consejo de administración. El profesor de UCLA estima necesaria, dada esta dispersión de pretensiones, la configuración de una «authority based governance structure[196]».

Pero es evidente que, teniendo en cuenta la naturaleza humana —premisa que estamos repitiendo hasta la saciedad en esta Tesis— no sería de extrañar que el consejo, o algún consejero, utilizara las facultades que le delegan los accionistas en beneficio propio. La forma directa —continúa Bainbridge— y simple de restringir estas posibles «desviaciones», sería a través de la limitación de la capacidad de adoptar medidas discrecionales, o no susceptibles de fiscalización por parte de los consejeros. Pero sabemos que precisamente, esta discrecionalidad es una parte fundamental de la actuación gestora y directora del consejo de administración. Tratar de equilibrar estas dos cuestiones, es decir, que se tomen decisiones pero en beneficio siempre de los accionistas (como lógico corolario a la omnipresente SHWM) es algo esencial, ya que ambas son necesarias para un correcto funcionamiento de la sociedad. Ahora bien, como dice el profesor: «one cannot have more of one without also having less of the other[197]». Por lo tanto, los consejeros no podrán estar sometidos a un mayor grado de responsabilidad, sin ser directa o indirectamente limitadas sus facultades discrecionales.

El principal argumento contra la Shareholder Primacy (es decir, la posición doctrinal que defiende el «rearme» de los accionistas como medio para alcanzar la SHWM, en detrimento de los managers), se deduce de esta línea de análisis. La más importante ventaja de las sociedades cotizadas, por tanto, no es la de lograr ser capaces de concitar grandes concentraciones de capital, sino la de tener una estructura jerárquica de toma de decisiones, perfectamente preparada para lidiar con los problemas que puedan surgir de la gestión de una gran empresa con miles de accionistas, empleados, clientes y

---

dressing? », *Journal of Law and Economics* 47 (2004): 167; Jeffrey L. Coles, Naveen D. Danial y Lalitha Naveen, «Boards: does one size fits all? », *Journal of Financial Economics* 87 (2008): 329.

[196] Bainbridge, «Shareholder activism and institutional investors»: 6.

[197] Ibíd.,7.

proveedores. El *shareholder activism* necesariamente implica un poder de revisión de las decisiones del consejo por parte de los accionistas, lo que significa cederles parte de la autoridad de este órgano social. Cesión que puede derivar en un cortoplacismo miope que acabe por dañar la proyección de la sociedad a largo plazo. Pero si esto es así, ¿por qué se les atribuye a los accionistas el derecho de voto?, pues porque se necesita algún mecanismo que asegure la responsabilidad de los consejeros con respecto a los accionistas. Por lo tanto, el derecho de voto de los accionistas (ibíd., 9) debe ser entendido, no como un aspecto fundamental de la estructura de la toma de decisiones de las sociedades, sino como un sistema de exigencia de responsabilidad que será empleado como último remedio, y solo cuando sea necesario[198].

Centrándonos ya en la legislación de los Estados, el artículo 141 (a) del DGCL dispone: «the business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation». Es decir, el órgano de administración previsto (para el caso de que no exista pacto en contrario) es el consejo. Y en su apartado (b) continua: «the board of directors of a corporation shall consist of one or more members each of whom shall be a natural person». Con lo que puede existir un consejo de una sola persona[199], no admitiéndose, sin embargo, consejeros personas jurídicas[200]. Se permite que los estatutos fijen un mínimo y un máximo de consejeros, dejando a los bylaws[201] la determinación de su número exacto[202]. También se acepta, tal

[198] Véase Lynn A. Stout, «The shareholder as Ulysses: some empirical evidence on why investors in public corporations tolerate board governance», *University of Pennsylvania Law Review* 152 (2003): 667, señala que el *monitory model* ha sido superado por un modelo de consejo donde los consejeros son «mediating hierarchs, rather than as shareholders agents». La realidad evidencia que los accionistas han cedido voluntariamente poder al consejo, así, como lo ponen de manifiesto los siguientes aspectos: a) las normas supletorias del derecho de sociedades favorecen la denominada *directors primacy*; b) las compañías cotizadas siempre se inclinan por las normas que refuerzan el papel del consejo; c) este refuerzo es introducido también en las Initial Public Offerings (IPO), teniendo excelente acogida por parte de la comunidad inversora (ibíd., 711).

[199] Aunque tradicionalmente se exigía un mínimo de tres miembros (en concreto, hasta 1969), «most statutes [leyes] now, however, allow a one person board of directors». Gevurtz, *Corporation law*, 186.

[200] Cfr. Stephen Bainbridge y Todd Henderson, «Boards -R- us: reconceptualizing corporate boards», *Stanford Law Review* 66 (2014): 1051. En este artículo se defiende la idea, no solo de que los consejeros puedan ser personas jurídicas, sino también la existencia de empresas especializadas en realizar estos servicios, que podrían ser contratadas por accionistas significativos.

[201] Nos remitimos al comentario que figura al respecto en el apartado 4.1.2., de este mismo epígrafe.

[202] Apple señala que el número mínimo de consejeros será de cinco y el máximo de nueve, pero que en la actualidad lo fija en ocho. Apple, «Amended and restated bylaws», 2014, artículo II, 2.2 http://investor.apple.com/common/download/download.cfm?companyid=AAPL&fileid=733772&filekey=d1ea258e-113e-4574-80a1-d418b34a8275&filename=Amended_Bylaws.pdf.

como señala Gevurtz, que los estatutos fijen la horquilla y que sean los accionistas en la junta, o incluso el consejo, los que realicen la concreción[203].

Aunque la mayoría de las leyes de los Estados no lo contempla, cabe la posibilidad de que los estatutos o los bylaws exijan algún tipo de cualidad en el consejero (por ejemplo, que sea accionista de la sociedad, o incluso residente[204] en el estado en el que la sociedad tiene su domicilio[205]). Se permite la participación vía electrónica en los consejos, en concreto «a través de cualquier medio que asegure que todos los miembros puedan oírse[206]». En cuanto a la convocatoria, y a no ser que los *articles of incorporation* digan otra cosa, no es necesario realizarla con una antelación determinada, a excepción de los *special meetings*[207] que requieren al menos dos días de

[203] Gevurtz, *Corporation law*, 186. P.e. «the number of directors shall be fixed from time to time exclusively pursuant to a resolution adopted by the board of directors», sección 3, apartado 3.2 de los bylaws de Amazon, http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=97664&p=irol-govBylaws. El mismo criterio mantenido por Southwest Airlines, artículo III, sección 2 (a) de sus bylaws, http://southwest.investorroom.com/bylaws-articles-policies; Cfr. Microsoft después de determinar que el número de consejeros no será menor de cinco ni mayor de catorce, dispone que dentro de esta horquilla, «the number or directors may be increased or decreased by resolution of the board or the shareholders at the anual meeting», artículo II.2. http://www.microsoft.com/investor/corporategovernance/policiesandguidelines/bylaws.aspx.

[204] Véase sección 8. 02 MBCA, titulada «qualification of directors». Por el contrario, un número importante de las grandes sociedades cotizadas, expresamente, niegan la necesidad de que sus consejeros tengan que ser residentes en el estado en el que la sociedad tiene su sede social, como es el caso de Microsoft «directors need not to be shareholders of the corporation or residents of the state of Washington», artículo II. 2.1 de los bylaws de la compañía (véase nota 205). Nike: «directors need not be residents of Oregon», artículo 3, sección 2 de sus bylaws http://nike.q4web.com/Investors/Corporate-Governance/Company-Bylaws/default.aspx. Walt Disney, «directors need not be shareholders», artículo III, sección 1. http://cdn.media.ir.thewaltdisneycompany.com/forms/disney-bylaws.pdf.

[205] Gevurtz, *Corporate law*, 186. El profesor de la University of the Pacific, cita la sentencia «Stroud contra. Grace», 606 A. a2, 75 (Delaware, 1992) en la que la *Court of Chancery* (tribunal mercantil de Delaware) admite como válidas las exigencias contenidas en los bylaws, referidas a: la cualificación y experiencia profesionales, la titularidad de acciones de la compañía, e incluso el hecho de que hubiese sido directivo de la sociedad, y ello por entender que no afectaban a los derechos de los accionistas, «did not inequitably disfranchise the shareholders».

[206] DGCL 141 (i). Esta sección hace referencia a la conferencia telefónica, u otro tipo medio de comunicación, a través del cual todas las personas que participan en la reunión puedan oírse. Todas las referencias que en este trabajo realicemos a este código, tienen como fuente el texto del mismo disponible en la página web del Gobierno del estado de Delaware http://delcode.delaware.gov/title8/c001/; «through the use of, any means of communication by which all directors participating may simultaneously hear each other during the meeting». Sección 8. 20 (b) MBCA., así mismo todas las referencias que en este trabajo se realicen al texto de la MBCA, tienen como fuente el texto de la misma en la University of North Carolina http://www.unc.edu/~jfcoyle/MBCA/chapter2.htm. ; «Members of the board of directors, or any committee of the board, may participate in a meeting of such board or committee by means of conference telephone or other communications equipment by means of which all persons participating in the meeting can hear each other, and participation in a meeting pursuant to this bylaw shall constitute presence in person at such meeting». Artículo II, sección 2.9 bylaws de General Motors http://www.gm.com/content/dam/gmcom/COMPANY/Investors/Corporate_Governance/PDFs/GM_Bylaws.pdf.

[207] «The board of directors may hold regular or special meetings in or out of this state» Sección 8. 20(a) MBCA. Entendemos por tanto, que los *regular meetings* son aquellos que están previstos o planificados desde el inicio del año, siendo los *special meetings* aquellos que son convocados por razones especiales, y cuya celebración no está prevista inicialmente. A este respecto, los bylaws de Wall-Mart Stores (que tiene

anticipación de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 8. 22 (b) MBCA, tampoco es necesario que en la convocatoria se haga constar el orden del día[208]. En cuanto a quién está legitimado para convocar el *special meeting*, dado que la legislación lo deja en manos de las propias sociedades, las alternativas son variadas, aunque podemos reducirlas a las siguientes: el presidente del consejo, el Chief Executive Officer (primer ejecutivo) CEO, el *leading director* (consejero coordinador) de existir, así como el secretario a requerimiento de la mayoría de los miembros del consejo, o incluso de un número inferior de consejeros[209].

En lo referente al quórum de asistencia, la norma prevista para el caso de que en los *governance documents* no se pacte lo contrario, es la de la asistencia de la mayoría de consejeros para que este se pueda constituir válidamente[210]. Y en lo relativo a la adopción de acuerdos, el artículo 8.24 (c) de la MBCA señala: «if a quorum is present when a vote is take, the affirmative vote of a majority of directors present is the act of

---

su domicilio social en Delaware), señala en su artículo III, sección 4, que los *special meetings* podrán ser convocados por el presidente del consejo, por el CEO, y por dos consejeros, con una antelación de veinticuatro horas, bien personalmente, por teléfono, por correo urgente, por transmisión electrónica o con tres días de antelación por correo ordinario. Determina expresamente que la convocatoria no tiene que contener un orden del día. Con respecto a los *regular meetings*, «regular meetings of the board of directors may be held without call or notice at such place within or without the state of Delaware and at such times as the board may from time to time determine, provided that notice of the first regular meeting following any such determination shall be given to absent directors. A regular meeting of the directors may be held without call or notice immediately after and at the same place as the annual meeting of stakeholders», sección 4.6 bylaws de la gestora de fondos Berkshire Hathaway, SEC: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1067983/000119312510254196/dex31.htm. Así mismo, son varias las sociedades que recogen tres tipos distintos de reuniones del consejo de administración: Boeign distingue en el artículo II de sus bylaws, entre el *annual meeting* (sección 4), que se celebra todos los años tras la junta general de accionistas, teniendo como finalidad la reelección de los *officers* (la alta dirección de la compañía); los *states meetings* (sección 5), reuniones del consejo determinadas de antemano (normalmente señaladas al principio del año) para las cuales no hacen falta una convocatoria expresa; y los *special meetings* (sección 6.1), que pueden ser convocadas por el *chairman* del consejo, o a instancia de dos consejeros. En este caso será necesario el envío de una convocatoria escrita (correo ordinario, electrónico o por mensajería) u oralmente (por teléfono o en persona) señalando el lugar, día y hora; http://www.boeing.com/assets/pdf/corp_gov/bylaws.pdf. Southwest Airlines también recoge en sus bylaws esta distinción. Artículo III: *first meeting* (sección 6), *regular meeting* (sección 7) y *special meeting* (sección 8). Véase nota 203.

[208] Bainbridge, *Corporate law*, 78.

[209] «…or by any two (2) or more directors», artículo VI. 6.4 bylaws de Apple. Véase nota 202.

[210] Si bien esta es la norma general, cabe que en los bylaws se establezca una fracción inferior, tal y como lo prevé tanto el DGCL 141 (b), que reduce el quórum de constitución, a la presencia de un tercio de sus consejeros; como la sección 8. 24 (b) MBCA. Otros ejemplos de mayorías reducidas son Pfizer que exige solo un tercio, artículo II. 7 de sus bylaws, https://www.pfizer.com/files/investors/corporate_governance/bylaws.pdf. y General Motors en el artículo II. 2.5 de los suyos, (véase nota 206). También Boeign reduce la mayoría requerida normalmente, para señalar el 40 por ciento del número total de consejeros que en ese momento integren este órgano. Artículo II, sección 7 (véase nota 207). Así mismo en los bylaws de Valero Energy: «the directors present at a duly organized meeting may continue to transact business until adjournement, notwithstanding the withdrawal of enough directors to leave less than a quorum, provided however, that such remaining directors constitute not less than one-third of the total number of directors» artículo II, sección 7, en Valero: http://www.valero.com/Financial%20Documents/Bylaws.pdf.

the board of directors unless the articles of incorporation or bylaws require the vote of a greater number of directors». Lo mismo dice la sección 141 (b) del DGCL al requerir el voto de la mayoría de los consejeros *present*, por lo que no cabe la delegación del voto entre ellos. Reseñar que para el caso de que el consejo lo integre exclusivamente una persona, la legislación de Delaware señala: «then one director shall constitute a quorum».

La dimisión de consejeros, como es lógico, se admite en cualquier momento, siempre que se realice por escrito que deberá entregarse al presidente o al secretario del consejo[211]. También se regula, la dimisión condicionada a que ocurra un determinado hecho. La sección 8. 07 (b) MBCA establece: «a resignation is effective when the resignation is delivered unless the resignation specifies a later effective date or an effective date determined upon the happening of an event or events. A resignation that is conditioned upon failing to receive a specified vote for election as a director may provide that it is irrevocable». Tal y como tendremos ocasión de ver en el próximo capítulo, y tras el casi total cambio, por parte de las sociedades cotizadas al sistema de elección mayoritaria de consejeros, se ha impuesto como norma de gobierno corporativo la presentación por parte de los consejeros, el día en el que son elegidos, de una carta de dimisión irrevocable, que surtirá efecto para el caso de que en la votación de la junta, su propuesta de reelección no alcance la mayoría de los votos «for» (a favor) emitidos[212].

Sobre la cuestión de la remoción o cese de consejeros, el MBCA señala que podrán ser cesados en cualquier momento, sin necesidad de alegar justa causa, a no ser que los estatutos dispongan lo contrario[213]. Para el caso de consejeros nombrados por

[211] Sección 8. 07 (a) MBCA.

[212] «The board of directors shall not nominate for election as director any candidate who has not agreed to tender, promptly following the annual meeting at which he or she is elected as director, an irrevocable resignation that will be effective upon (a) the failure to receive the required number of votes for reelection at the next annual meeting of stockholders at which he or she faces reelection, and (b) acceptance of such resignation by the board of directors. In addition, the board of directors shall not fill a director vacancy or newly created directorship with any candidate who has not agreed to tender, promptly following his or her appointment to the board, the same form of resignation», artículo III, sección 1 de los bylaws de FedEx, http://investors.fedex.com/governance-and-citizenship/policies/bylaws/default.aspx.

[213] «Any director of the board of directors may be removed from office as a director at any time, but only for cause», artículo II, sección 2.07 bylaws de Lockheed Martin, http://lockheedmartin.com/content/dam/lockheed/data/corporate/documents/Lockheed-Martin-Bylaws.pdf. ; «Removal: At any meeting of shareholders called expressly for that purpose, any director may be removed, but only for cause, by vote of the holders of a majority of the shares then entitled to vote for the election of directors», artículo III, sección 4 bylaws de Southwest Airlines (véase nota 203).

los titulares de una clase o serie de acciones, se dispone que solo podrán ser estos los que les cesen[214].

Para el caso de vacante en el consejo, y siempre que los estatutos no dispongan otra cosa, la vacante será provista por: a) los accionistas, b) el propio consejo[215] y c) incluso si los consejeros que quedan con cargo vigente en el consejo, no alcanzan el quórum exigido para la adopción de acuerdos en este órgano, podrán, no obstante, nombrar a los sustitutos, siempre que sean aprobados por unanimidad[216].

De igual forma, se regula la creación de comités y subcomités en el seno del consejo[217]. La sección 141 c (2) DGCL dispone que el consejo puede designar uno o más comités, cada uno de los cuales estará integrado por uno o más consejeros; mientras que por el contrario la sección 8. 25 (b) MBCA, exige unas mayorías cualificadas dentro del consejo para aprobar este acuerdo[218]. Pueden nombrarse, además, suplentes para el caso de que alguno de sus miembros falte a la reunión o sea descalificado para desempeñar este cargo, de acuerdo con lo dispuesto en los estatutos. Y para el caso de que no se nombraran sustitutos, si faltare o se descalificara a alguno de sus miembros, los miembros del comité, cualesquiera que fuese su número (y por lo tanto, y tal y como expresamente se regula, incluso sin alcanzar los quórums que en su caso se exijan), podrán, por unanimidad, nombrar a otro miembro del consejo de administración para que sustituya al ausente o descalificado, exclusivamente para la reunión o plazo para el

---

[214] Sección 8. 08 MBCA.

[215] En un sistema de cuasi-cooptación, aunque a diferencia de lo exigido en el derecho patrio, no es necesario que el sustituto sea accionista de la sociedad. Véase el caso de Coca Cola, que distingue entre vacante surgida como consecuencia de un aumento en el número de miembros del consejo aprobado por el propio consejo, y la vacante surgida por cualquier otro motivo:

> *if the office of any director becomes vacant, the directors in office, although less than a quorum, or, if the number of directors is increased, the directors in office, may elect any qualified person to fill such vacancy. In the case of a vacancy in the office of a director caused by an increase in the number of directors, the person so elected shall hold office until the next annual meeting of shareholders, or until his successor shall be elected and qualified. In the case of a vacancy in the office of a director resulting otherwise than from an increase in the number of directors, the person so elected to fill such vacancy shall hold office for the unexpired term of the director whose office became vacant.*
>
> Artículo VI, sección 2, http://www.coca-colacompany.com/investors/by-laws.

Walt Disney, también permite que sea incluso un único consejero, el que nombre a los que han de cubrir las vacantes: artículo III, sección 3 (véase nota 204).

[216] Sección 8. 10 MBCA.

[217] El corporate law de los Estados regula los comités de forma muy general. Si bien es cierto que es el molde sobre el que la legislación federal construye su regulación. En relación con las sociedades cotizadas, tanto la SEC, como los *listing estandards* del NYSE y del NASDAQ, realizan una pormenorizada meticulosa regulación de los comités del consejo, por ser en gran medida, los instrumentos sobre los que pivota la acción de control del propio consejo y management, en la más moderna concepción del gobierno corporativo.

[218] «Unless this Act otherwise provides, the creation of a committee and appointment of members to it must be approved by the greater of (1) a majority of all the directors in office when the action is taken or (2) the number of directors required by the articles of incorporation or bylaws to take action under section 8.24».

que ha sido descalificado[219]. Estos comités ejercerán las funciones que se les hayan delegado[220], o las determinadas en los bylaws, pero en ningún caso podrán desempeñar las siguientes: a) aprobar, adoptar, o recomendar a los accionistas cualquier acción sobre materias (a excepción de la elección y cese de consejeros) que expresamente estén encomendadas por el código de Delaware a la junta de accionistas para su aprobación; y b) aprobar, modificar o dejar sin efecto alguna de las disposiciones contenidas en los bylaws de la sociedad[221]. Además, en el apartado (3) de la citada sección. 141 c, se regula la creación de subcomités. A menos que los bylaws determinen otra cosa, cada comité podrá crear uno o más subcomités, integrados por uno o más miembros. En el subcomité podrán delegarse —salvo prohibición expresa— todas o algunas de las facultades que se hubiesen delegado por el consejo en el comité.

Tal y como estamos señalando, la ley da amplia libertad para la creación de tantos comités como el consejo estime pertinentes. Dado que algunos de ellos (*audit*, *compensation* y *nomination committees*) son exigidos por los *listing guidelines*[222] de los grandes mercados de instrumentos financieros, en los bylaws de las sociedades cotizadas normalmente solo encontramos referencias al *executive committe*[223].

[219] DGCA 141 c (2) y MBCA 8. 25 (b), en este caso coinciden totalmente. Otros ejemplos: «the board may designate one or more directors as alternate members of any committee, who may replace any absent or disqualified member at any meeting of the committee. In the absence or disqualification of a member, whether or not such member or members constitute a quorum , may unanimously appoint another member of the board to act at the meeting in the place of any such absent or disqualified member», artículo 3.16.1 bylaws de Amazon (véase nota 203) y «the member or members thereof present at any meeting and not disqualified from voting, wether or not such members constitute a quorum , may unanimously appoint another member of the board to act at the meeting in the place of such absent or disqualified member», artículo IV, 4.1 bylaws de Google, https://investor.google.com/corporate/bylaws.html.

[220] Las facultades de estos comités están limitadas a las que se les deleguen en el acuerdo de su creación que adopte el consejo y siempre dentro de los límites que a estos efectos señala la ley. «Each committees to consist of one or more of the directors of the Corporation, which to the extend provided by a resolution of the board of directors, shall have and may exercise all of the authority of the board of directors in the business and affairs of the Corporation, except where action of the board is mandatory required by the board», artículo III, sección 11 bylaws de Southwest Airlines (nota 203) ; «any committee, to the extend allowed by law and provided in the resolution establishing such committee, shall have and may exercise all the powers and authority of the board of directors in the management of the business of the corporation», artículo III, sección 10 bylaws de Walt Disney (nota 204).

[221] «(1) authorize or approve distributions, except according to a formula or method, or within limits, prescribed by the board of directors; (2) approve or propose to shareholders action that this Act requires be approved by shareholders; (3) fill vacancies on the board of directors or, subject to subsection (g), on any of its committees; or (4) adopt, amend, or repeal bylaws», sección 8. 25 (e) MBCA; «but not such committees shall have the power or authority in reference to (a) approving or adopting, or recommending to the stockholders, any action or matter expressly required by the DGCL to be submitted to stockholders for approval or (b) adopting, amending or repealing any Bylaw of the corporation», sección 3.16.1 bylaws Amazon (véase nota 203).

[222] En el siguiente capítulo, concretamente en el marco de los *corporate governance guidelines* de las sociedades cotizadas, analizaremos con detalle sus características y funcionamiento.

[223] Los bylaws de J.P. Morgan Chase, en su artículo III, sección 3.01, señalan que el consejo nombrará un comité ejecutivo que, cuando el consejo no esté reunido, tendrá y podrá ejercitar todos los poderes, que

Los consejeros son reelegidos anualmente[224], salvo que los estatutos opten por el denominado «*staggered*» *o* «*classified boards*[225]», en cuyo caso son nombrados por un plazo de varios años.

La norma general es que son elegidos por la mayoría de los votos emitidos[226], excepto cuando se trata de un supuesto conocido como una elección con «*contested election*», en cuyo caso será elegido el candidato que más votos obtenga[227].

En la mayoría de las sociedades, los consejeros son elegidos por los accionistas, bajo el principio de una acción, un voto. Los accionistas que no deseen votar el nombramiento (normalmente reelección) de uno, varios o todos los consejeros, pueden abstenerse. En este sistema denominado «*plurality of votes system*», el consejero que reciba más votos será el que es elegido con independencia de que tenga una mayoría. Es decir, si todos los accionista se abstienen, y solo uno, con una única acción le vota, sería reelegido. Esto sería sólo en caso de una «*uncontested election*». Para el caso de que no se presente por un o varios accionistas una lista alternativa. En el supuesto de que se presentase una lista alternativa, entraríamos en un *proxy contest* tal y como veremos.

Existen tres alternativas distintas a este sistema: El *dual-class stock*, el *majority voting* y el *cumulative voting*. El primero de ellos consiste en la emisión de dos clases

---

legalmente se le puedan delegar. El consejo es el autorizado para determinar el número de miembros del comité, que no serán menos de cinco, entre los cuales, obligatoriamente estarán el *chairman of the board*, el CEO, el *president*, y el *vice-chairman*; ninguno de los cuales puede ser un directivo de la sociedad. Y en cuanto al quórum «the attendance of one third of the members of the Committee or their substitutes, or the nest highest integer in the event of a fraction, at any meeting shall constitute a quórum, and the act of a majority of this present at a meeting thereof at which a quorum is present shall be the act of the committee», http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/document/235721_2013-09-17_By-Laws_ada.pdf. I.B.M. en el artículo IV, sección 1, de sus bylaws, aunque menciona otros comités, solo regula con cierto detalle este *executive committee* al exigir que esté integrado por los *presidents* de los otros comités, en concreto el *audit* , el *executive compensation* and *management resources* y el *directors and corporate governance*, http://www.ibm.com/investor/att/pdf/IBM_Bylaws.pdf.

[224] DGCL 141 (b).

[225] «The directors of any corporation organized under this chapter may, by the certificate of incorporation or by an initial bylaw, or by a bylaw adopted by a vote of the stockholders, be divided into 1, 2 or 3 classes; the term of office of those of the first class to expire at the first annual meeting held after such classification becomes effective; of the second class 1 year thereafter; of the third class 2 years thereafter; and at each annual election held after such classification becomes effective, directors shall be chosen for a full term, as the case may be, to succeed those whose terms expire», DGCL 141 (d).

[226] «A bylaw amendment adopted by stockholders which specifies the votes that shall be necessary for the election of directors shall not be further amended or repealed by the board of directors», sección 216 DGCL. Es una medida que trata de salvaguardar la facultad de los accionistas de determinar este aspecto tan importante de la práctica societaria, evitando que los consejeros sean juez y parte en el mismo.

[227] «At each meeting of the stockholders for the election of directors at which a quorum is present, the vote required for the election of a director shall, except in a contested election, be the affirmative vote of a majority of the votes cast in favor of or against such nominee. In a contested election, a nominee receiving a plurality of the votes cast at shall election shall be elected», artículo III, sección 2 bylaws de I.B.M (véase nota 223); «directors shall be elected by a "majority of votes cast" (as defined herein) at the Annual Meeting of stockholders…, unless the election is contested, in which case directors shall be elected by a plurality of votes cast», bylaws de Walt Disney (véase nota 204).

distintas de acciones, una de las cuales otorga un gran número de votos a cada una de ellas, de forma que con la propiedad de un reducido número de ellas, se controla la sociedad. Aproximadamente un 9 por ciento[228] de las acciones cotizadas en los Estados Unidos tienen este sistema, que aunque no es visto con buenos ojos por los distintos mercados, en la práctica está permitido, tal y como tendremos ocasión de ver.

En el caso del *majority voting*, el consejero que pretende ser elegido, deberá obtener una mayoría de los votos emitidos. Caso de que no los obtenga, el desenlace puede complicarse. En efecto, aunque algunos de los CGG dicen directamente que el consejero que no alcance la mayoría de los votos, no podrá ser miembro del consejo, por el contrario, la mayoría de aquellos exige que este consejero envíe al consejo una carta de dimisión; la cual puede ser aceptada por este, o no[229]. Otros establecen que solo se aceptará después de encontrarse un sustituto que deberá ser nombrado a su vez por mayoría de los votos de los accionistas en otra junta general, por lo que el proceso se puede dilatar demasiado tiempo. En 2010 dos tercios de las compañías del S&P 500 habían adoptado ya este sistema.

El último sistema es el «*cumulative voting*». El accionista puede concentrar todos sus votos en un solo candidato, en vez de emitir un voto para candidato. Al accionista se le dan un número de votos que será el resultado de multiplicar el número de sus acciones por los puestos del consejo que van a votarse. Es decir, un accionista con cien acciones, y un consejo con diez puestos a nombrar, tendrá mil votos. Lo característico de este sistema es que puede otorgar sus mil votos a uno solo de los candidatos, o a dos, o tres… Esto permite que un número reducido de accionistas bien organizados, tengan la posibilidad de elegir algunos de los miembros del consejo. No obstante, según los datos del ISS, solo un 10 por ciento de las sociedades del S&P 500 tienen este sistema. Porcentaje que queda reducido a un 1 por ciento en las sociedades no cotizadas[230].

Los estatutos pueden determinar que los titulares de una clase o serie de acciones tengan el derecho a nombrar uno o más consejeros. Además, estos consejeros tendrán (dentro del consejo) el número de votos que determinen los estatutos sociales[231]. En

[228] Scott Smart, Chad Zutter y Ramabhadran Thirumalai, «Why dual class shares don´t add up». *NACD Directorship* 33 (2007): 14.

[229] Lo veremos con mayor detalle en el capítulo IV.

[230] Institutional Shareholders Service, http://www.issgovernance.com/file/files/2013ISSUSSummaryGuidelines1312013.pdf.

[231] «Whenever the holders of any class or classes of stock or series thereof are entitled to elect one or more directors by the provisions of the certificate of incorporation, vacancies and newly created directorships of

concreto, la sección 141 (d) DGCL señala, «the terms of office and voting powers of the directors elected separately by the holders of any class or series of stock may be greater than or less than those of any director or class of directors». Pero además —continúa esta sección— los estatutos pueden conceder a uno o más consejeros (hayan sido o no elegidos en votación separada por los titulares de una clase o serie determinada de acciones), derechos de votos superiores o inferiores al resto de consejeros. Esta norma será igualmente extrapolable a los comités y subcomités del consejo en los que se sienten estos consejeros.

En cuanto al lugar de celebración del consejo, y siempre que los estatutos no dispongan lo contrario, podrá celebrarse en cualquier lugar[232]. En concreto, la sección. 141 (g) DGCL indica: «may hold its meetings… outside of this state».

La sección. 142 (a) del mismo texto legal dispone que toda sociedad organizada de acuerdo con la Ley de Delaware, tendrá el número de *officers*, con la denominación y deberes, que se determine en los sus bylaws o en un acuerdo del consejo que tendrá que ser conforme con lo determinado en estos últimos. Aunque de la redacción de esta sección parece deducirse que el legislador no estaba pensando en la posibilidad de compatibilizar los cargos de consejero con los de estos officers (principalmente el de *chairman*, el CEO, el *president*, secretario del consejo y tesorero[233]), nada impide esta compatibilidad, siempre y cuando los estatutos o bylaws así lo prevean. Mediante la delegación de facultades en estos officers, la sociedad se relaciona y obliga con terceros.

---

such class or classes or series may be filled (i) by a majority of the directors elected by such class or classes or series thereof then in office, or by a sole remaining director so elected or (ii) by vote or written consent of the holders of a majority of such class or classes or series then outstanding on an as-converted to Common Stock basis». Artículo III.3.4. (b) bylaws de Facebook, http://files.shareholder.com/downloads/AMDA-NJ5DZ/0x0x621045/f741be80-729e-48dc-95c9-011db38a95e6/FB_Bylaws.pdf.

[232] Citamos tres ejemplos de empresas con domicilio en tres estados distintos ya que prevén en sus bylaws esta libertad de elección: I.B.M. «meetings of the board shall be held at such place either within or outside State of New Yor», artículo III, sección 3 (véase nota 223); Berkshire Hathaway: «regular meetings of the board of directors may be held without call or notice at such place within or without the state of Delaware», sección 4.4.6 (véase nota 207); Southwest Airlines, «meetings of the board of Directors, regular or special, may be held either within or without the state of Texas», artículo III, sección 5 (véase nota 203).

[233] La figura del tesorero en las sociedades cotizadas es bastante común. P.e.: «The Treasurer shall have custody of the funds of the Corporation and deposit and pay out such funds, from time to time, in such manner as may be prescribed by, or by in accordance with the direction of the board, and shall have such other powers and perform such other duties as may from time to time be granted or assigned to him by the board or, subject to the control of the board, by a committee there of or by executive Committee, or otherwise be in accordance with the direction of the board», sección 11 de los bylaws de Chevron, http://files.shareholder.com/downloads/AMDA-NJ5DZ/0x0x621045/f741be80-729e-48dc-95c9-011db38a95e6/FB_Bylaws.pdf. Estos mismos bylaws, también reconocen como officers al *controller* y al *general tax counsel*. Asímismo, los bylaws de Wall-Mart Stores señalan como officers al *chairman of the board*, al presidente, al CEO, al secretario, y al tesorero, http://cdn.corporate.walmart.com/37/7c/297938f647be9698c2560ba43b69/walmart-stores-inc-bylaws-june-5-2014.pdf.

Los officers suelen ser ratificados en sus cargos en el consejo de administración que muchas compañías tienen tras la celebración de la junta general ordinaria de accionistas en la que, precisamente, y entre otras cosas, se procede obligatoriamente a la reelección de los consejeros. Al existir libertad absoluta en lo referente a la forma en la que una sociedad puede organizar su estructura orgánica, así como la denominación que en cada caso quiera otorgan a los diferentes puestos o cargos que cree, no podemos elaborar una enumeración cerrada[234]. Pero llamaremos la atención sobre dos de ellos, que debido en muchos casos a una incorrecta traducción a nuestro idioma de los términos utilizados en inglés, dan lugar a equívocos. Nos referimos a los términos ingleses de «*chairman of the board of directors*», y «*president*». Aunque en muchas ocasiones se equiparan e incluso se utilizan de forma indistinta, lo cierto es que aunque carecen de una definición legal propia, cada uno de ellos tiene un significado distinto. Sirvámonos nuevamente de los bylaws de Coca Cola para mostrar esta diferencia. El *Chairman of the board of directors* es, según lo dispuesto en el artículo V, sección 5, quien presidirá las reuniones del consejo, deliberando en sus reuniones y comités sobre los asuntos y negocios propios de la compañía. Tendrá, además, cualquier otra obligación que le imponga el consejo. Mientras que el *president* de la compañía tiene una función marcadamente ejecutiva, asimilable a un segundo del CEO. En los mismos bylaws se establece que se puede —no es obligatorio— elegir un *president* que tendrá aquellas facultades y obligaciones que le sean asignadas por el consejo o por el CEO. De nombrarse uno, y en su ausencia, o para el caso de su inhabilitación, será el CEO el que le sustituya en el cumplimiento de sus funciones. Este presidente también tendrá facultades para celebrar contratos en nombre de la compañía e incluso delegar tal facultad en favor de otros[235].

[234] Pero dado que las estructuras de las sociedades cotizadas son bastante similares, tomaremos como ejemplo los bylaws de Coca Cola que tiene una enumeración bastante completa: «the officers of the company shall be elected by the board of directors and shall be a Chairman of the board of directors, a Chief Executive officer one or more vicepresidents, a secretary and a treasurer. The board my elect one or more Vice Chairmen, President and controller and one or more of the following: Senior Executive Vice President, Assitant Secretary, Associate Treasurer, Assistant Treasurer, Associate Controller and assistant controller. Two or more officers may be held by the same person. The company may have a General Counsel who shall be appointed by the board of directors…» artículo V, sección 1. (véase nota 213) «the officers of the corporation shall be a chief executive officer, a president, a secretary, and a chief financial officer. The corporation may also have, at the discretion of the Board of Directors, a chief executive officer, one or more vice presidents, one or more assistant secretaries, one or more assistant treasurers, and any such other officers as may be appointed in accordance with the provisions of Section 5.3 of these Bylaws. Any number of offices may be held by the same person», sección 5.1 de los bylaws de Facebook (véase nota 231). http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512046715/d287954dex32.htm.

[235] La misma idea, aunque con algún matiz, podemos deducir de la descripción que de ambos cargos se realiza en los bylaws de Amazon. Mientras que el *chairman of the board* (sección 4.6.), «if elected» (luego cabe la posibilidad de que no sea nombrado), tendrá como competencias genéricas: la presidencia del

En lo referente al tipo de conducta, el MBCA[236], señala cuales son los estándares de conducta para los consejeros. Según lo dispuesto en el epígrafe (a), todo miembro del consejo debe desempeñar las obligaciones inherentes a su cargo de buena fe y de manera que razonablemente se pueda pensar que se realizan en interés de la sociedad. Aunque cada consejero tiene la obligación de cumplir con estos requerimientos, el objetivo del apartado (b) es el cumplimiento de estos deberes por el consejo como órgano colegiado. Bajo este último epígrafe, los miembros del consejo, o un comité del consejo, deben desempeñar sus funciones con la diligencia con la que una persona en una posición parecida, pensara que son las razonables, bajo similares circunstancias. Esta sección 8.30 describe los estándares de conducta para los consejeros, centrándose en la forma en la que los consejeros desempeñan sus obligaciones, y no en el acierto de las decisiones tomadas[237].

---

consejo, y la de la junta, a no ser que otro *officer* sea nombrado por el consejo para presidir la junta; el *president* (sección 4.8.) es configurado como el sustituto del CEO para el caso de muerte o inhabilitación de este, ya que desempeñará sus funciones: «with all the powers of and all the restrictions upon the "Chief Executive Officer…the President shall have, to the extent authorized by the chief executive officer or the Board, the same powers as the CEO to sign deeds, mortgages, bonds, contracts or other instruments» (véase nota 205). Otra variable, la encontramos en los bylaws de Southwest Airlines que en su artículo IV, sección 8, después de reconocérsele sus facultades ejecutivas, se señala que si el *president* no es nombrado CEO, aquel tendrá aquellos poderes y facultades que le delegue el CEO, y será su sustituto en caso de ausencia de este (véase nota 203).

[236] «Standards of Conduct for Directors (a) Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (1) in good faith, and (2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation. (b) The members of the board of directors or a committee of the board, when becoming informed in connection with their decision-making function or devoting attention to their oversight function, shall discharge their duties with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances», sección 8.30.

[237]Habida cuenta de que es un tema de indudable actualidad y con un tratamiento legislativo realmente sugerente, es forzoso realizar una mención al mismo. Tal y como nos señala el comentario oficial a la sección 8.30 del texto de la MBCA, realizado por la propia American Bar Association, en la página 111 del texto que manejamos en el presente trabajo, en las anteriores versiones de la Model Act, el deber de diligencia estaba incluido en el epígrafe (a), bajo el texto de «el consejero deberá desempeñar sus funciones…con la diligencia que una persona ordinaria y prudente en una situación parecida, ejercitaría bajo similares circunstancias». La expresión «*ordinarily prudent person*» (persona ordinaria y prudente), como guía esencial del comportamiento de los consejeros, sugiriendo cuidado y circunspección, como contraposición a peligro o riesgo, ha sido bastante problemática, dado que la toma de decisiones de cierto riesgo es una parte fundamental de la función de los consejeros. Si además, lo combinamos con la exigencia de diligencia, el anterior texto tenía una resonancia familiar asociada desde hace muchos años al campo de la responsabilidad civil. Es por ello que en orden a facilitar su comprensión y análisis, con independencia de otros estándares generales de conducta para consejeros, el deber de diligencia fue descrito como un estándar de conducta separado en el sub-epígrafe (b). Mucho antes de las formulaciones legales (en el corporate law) de los estándares de conducta, los tribunales ya invocaban la *business judgement rule* en la evaluación de la conducta de los consejeros y determinaban en qué casos exigir responsabilidad. Los elementos de la *business judgement rule* y las circunstancias para su aplicación están continuamente siendo desarrolladas por los tribunales. La sección 8. 30 no trata de codificar la *business judgement rule*, o delinear las diferencias entre esta norma y los estándares de conducta de esta sección, sino que aplica los estándares de conducta al grado de cumplimiento de sus obligaciones que se esperaba de cualquier consejero que entrase a prestar sus servicios a la sociedad, así como al desempeño de la tarea y responsabilidades del puesto de consejero. Esta sección no se ocupa directamente de la responsabilidad de los consejeros, aunque

En todo lo referente al sistema de elección de consejeros, así como al funcionamiento y organización del mismos en las sociedades cotizadas, nos remitimos al siguiente capítulo, en el que de forma más pormenorizada analizaremos estos aspectos bajo el prisma de la legislación federal (SA, SEA, SOX y Dodd Frank, principalmente) así como los *listing standards* de los diferentes mercados.

4.1.2 El *shareholder voting* en las juntas de accionistas

En general el derecho de voto reconocido a los accionistas por las leyes de sociedades de los Estados, está pensado como mecanismo de reacción y control de los accionistas a una acción del consejo. Esta filosofía, que tiene sus raíces históricas y prácticas, firmemente arraigadas en la realidad societaria de los Estados Unidos, no deja de parecernos un tanto peculiar desde nuestra perspectiva europea. Pero no obstante, tiene una razón de ser sólidamente apoyada en una estructura accionarial y de mercado mucho más dinámica y compleja —nos atreveríamos a decir— que la nuestra. Como ya sabemos, el DGCL establece que los negocios y asuntos sociales serán gestionados y dirigidos por un consejo de administración: por lo tanto, la gran mayoría de las decisiones sociales se toman por los consejeros o por las personas en las que el consejo haya delegado su autoridad (es decir, la alta dirección de la compañía). Realmente, los accionistas no tienen derecho a iniciar el proceso de toma de decisiones que vincule a la sociedad. A lo que están autorizados es a aprobar, o no, un reducido número de decisiones que el consejo les propone. Podemos decir, junto a Bainbridge, que el modelo de toma de decisiones instaurado por las leyes de sociedades de los Estados, es aquel en el que el consejo actúa y los accionistas, reaccionan[238].

El ámbito en el que el ejercicio del voto por parte de los accionistas tiene una innegable trascendencia es en el de aprobar o modificar los denominados *governance documents*. En los Estados Unidos estos son *the charter* o *articles of incorporation* y los bylaws.

En cuanto a los primeros (*charters* o *articles of incorporation*), la legislación de los Estados de forma unánime exige que cualquier modificación de los mismos sea aprobada por los accionistas[239]. En palabras de Bainbridge, son «bare-bones documents,

---

la exigencia de responsabilidad suele ser consecuencia normalmente de un defecto en el cumplimiento de los estándares de conducta requeridos en el sub-epígrafe (a).

[238] Bainbridge, *Corporate law*, 232.

[239] Ibíd., 14. Pueden ser modificados en cualquier momento. El proceso conlleva, normalmente tres pasos: primero, el consejo debe recomendar la modificación a los accionistas. Segundo, los accionistas deben

containing little more than the statutory mandated terms[240]». Por ejemplo, el modelo de la MBCA solo exige que en los articles of incorporation se haga mención a las siguientes cuatro datos: (i) *name*; (ii) *authorized shares* (número máximo de acciones que la sociedad puede emitir); (iii) *registered agent* (un agente, así como su dirección en el estado en el que se haya registrado los documentos constitutivos, con el objeto de poder comunicarse con la sociedad); (iv) *incorporators* (nombres de todos los constituyentes). Además, normalmente se hace mención al objeto social (*statement of purpose*) y a las clases y series de acciones que, en su caso, se haya previsto emitir[241].

Los bylaws[242] son las normas que la sociedad adopta para regular sus asuntos internos y normalmente son más detallados que los *articles of incorporation* por tres razones: (i) no tienen que ser registrados en la Secretaria de Estado, por lo que no forman parte de este registro oficial (equivalente a nuestro registro mercantil), aunque si cotizan en un mercado secundario oficial, podrán ser depositados en la SEC; (ii) son más fácilmente modificables que los anteriores (tal como veremos a continuación); (iii) al ser de más cómodo acceso para la dirección y el consejo, los convierten en una especie de «cajón de sastre» en el que se refleja cualquier acuerdo adoptado entre distintos actores societarios[243]. En concreto, Bainbridge[244] nos cita como contenido

aprobar la propuesta. Tercero, por último, la modificación debe ser registrada en la oficina del Secretario de Estado, del estado en el que tenga su domicilio social.

[240] Ibíd., 13.

[241] Sección 2. 02 de la MBCA.

[242] **«** Bylaws (a) The incorporators or board of directors of a corporation shall adopt initial bylaws for the corporation. (b) The bylaws of a corporation may contain any provision for managing the business and regulating the affairs of the corporation that is not inconsistent with law or the articles of incorporation», sección 2. 06 MBCA (véase nota 206). Vemos como se regulan de forma amplísima. Cabe cualquier disposición que no sea contraria a la ley y a los estatutos. En su sección 2. 07 se regulan los denominados *emergency bylaws* que están previstos para entrar en vigor en una situación de emergencia, definiéndose esta como la situación en la que el quórum de consejeros necesario para adoptar acuerdos no puede ser alcanzado debido a alguna catástrofe. Pretenden facilitar la adopción de acuerdos mediante la reducción de quórums y mayorías exigidas: «during any emergency resulting from an attack on the United States or on a locality in which the company conduct its business or customarily holds meetings of its board of directors or its shareholders, or during any nuclear or atomic disaster or during the existence of any catastrophe or other similar emergency condition, as a result of which a quorum of the board of directors or,…the Executive Committee cannot be readily convened», artículo XII, sección 1 de los bylaws de Coca Cola (véase nota 213). También aparecen en los de Wells Fargo, https://www08.wellsfargomedia.com/downloads/pdf/about/corporate/governancebylaws.pdf. (artículo VIII) con una redacción casi idéntica a los de la compañía fabricante de «la chispa de la vida»; así como en los de Halliburton, http://corporate.findlaw.com/contracts/formation/bylaws-halliburton-co.html. (artículo III, sección 31), en donde son denominados *provisions for natural emergencies*.

[243] P.e.: los estatutos de General Motors incorpora un acuerdo alcanzado con terceros relativo a la materia regulada en esa sección de sus bylaws: «nominations for the election of directors may be made by the board of directors in accordance with the Stockholders Agreement dated October 15, 2009 among the Corporation, the United States Department of the Treasury, 7176384 Canada Inc., and UAW Retiree Medical Benefits Trust and, for the limited purposes set forth therein, General Motors LLC or by any stockholder entitled to vote for the election of directors who complies with the notice requirements set forth in this section», artículo I, sección 1.11 (véase nota 206).

habitual de estos: número, cualificación, elección, y cese de consejeros; comités y subcomités del consejo; quórums de constitución y mayoría requerida para aprobar acuerdos; clases de juntas, forma de convocatoria, quórums y mayorías necesarias para aprobar acuerdos; nombramientos del personal de alta dirección; limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones; responsabilidades de los consejeros, y la modificación de las mismas[245].

Las leyes y tribunales posibilitan a los accionistas unas facultades de actuación sobre los bylaws mucho más amplias que sobre los articles of incorporation. La mayoría de las legislaciones estatales les permiten su modificación, aunque en este aspecto existen diferencias entre las mayorías exigidas[246]. Pero el verdadero problema es que el consejo también tiene las mismas facultades, por lo que en este caso los derechos de los accionistas y la facultad del consejo coexisten en una relación muchas veces difícil. En lo que aquí nos interesa, es necesario conocer hasta que punto los bylaws pueden limitar la facultad del consejo de gestionar la sociedad. En el caso de Delaware, esta disfunción se concreta en lo que determina por un lado, la sección 141 (a): «the business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors»; y por otro, en el mismo artículo se dice que las mencionadas facultades son plenas: «except as may be otherwise provided in this chapter». El Tribunal Supremo de Delaware, tras varias sentencias un tanto contradictorias, señaló en 1999 en el asunto «CA, Inc. contra AFSCME Employees Pension Plan», que el derecho de Delaware diferenciaba entre bylaws cuyas disposiciones pretendían «mandate how the board should decide specific substantive business decisions» de aquellos que «define the process and procedures by which those decisions are made». Sólo las últimas podrán ser modificadas por el consejo. A este respecto, algunos otros Estados —y la actual redacción de la MBCA, sección 10:20 (b)—, también han cambiado su legislación en el sentido de que determinadas modificaciones aprobadas por los accionistas no podrán ser luego alteradas por el consejo (ibíd.)

---

[244] Bainbridge, *Corporate law*, 15.

[245] Por lo tanto, y aunque quizás formalmente, sea más adecuada la traducción del término *charters* como «estatutos», nosotros en el presente trabajo —y admitidas, por supuesto, importantes diferencias— utilizaremos de forma equivalente el vocablo español «estatutos» con el inglés «bylaws».

[246] «The vote necessary to approve an amendment is the principal state-by-state variation on these basic themes. Under the MBCA, an amendment is approved if more shares are voted affirmatively than voted negatively (MBCA 10.03 (e). In Delaware by contrast, amendments of the articles must be approved by a majority of the shares eligible to vote (DGCL 242 (b) (1)». Bainbridge, *Corporate law*, 14.

En cuanto a las juntas, se exige la celebración de, al menos, una general ordinaria al año, así como las extraordinarias que se estimen oportunas. En las ordinarias se reelegirá a los consejeros que como sabemos son nombrados por el plazo de un año; sin embargo, no aprueban las cuentas anuales[247]. En cuanto al domicilio de celebración, la sección 7. 01 (b) de la MBCA señala que se podrá celebrar «out of this state», refiriéndose a aquel en el que la compañía tiene su domicilio social. Pero también permite que en los bylaws se determine cualquier otro lugar[248]. Para el caso de que en estos no se haga referencia a esta materia, deberá celebrarse en el domicilio social[249]. Y en el apartado (c) de la misma sección también se determina que la no celebración de la junta, no afectará a la validez de los actos realizados por la sociedad[250]. El órgano encargado de su convocatoria es el consejo, aunque muchas veces este tiene limitada la fecha, e incluso la hora de celebración de la misma por lo dispuesto en los bylaws[251]. Ya veremos como esta precisión y antelación en la fijación de las fechas tiene su sentido, cuando analicemos el complicado calendario de plazos que tienen los accionistas para remitir propuestas a la junta general.

Se regula también la existencia de juntas extraordinarias. Con respecto a quién está autorizado para convocar una junta extraordinaria, las leyes de los Estados difieren.

---

[247] «The anual meeting of stockholders shall be held each year on a date and at a time designated by the board. At the annual meeting, the directors shall be elected and any other proper business may be transacted», artículo II, sección 2.2. bylaws de Google (véase nota 229); «an annual meeting of shareholders shall be held each year on a date and at a time designated by the board of directors», artículo V, sección 5.2. bylaws de Apple (véase nota 202).

[248] P.e.: «an anual meeting of the stockholders…shall be held at such place, on such date, and at such time as the board of directors shall fix each year», artículo I, sección 1 bylaws de AT&T, http://www.getfilings.com/sec-filings/110627/ATandT-INC_8-K/exhibit3bylaws.htm. ; Conocophillips, artículo II, sección 1. «Meetings of the stockholders for the election of directors or for any other purpose shall be held at such time and place, either within or without the state of Delaware» artículo II, sección 1 bylaws de Conocophillips, http://www.conocophillips.com/investor-relations/governance/Documents/SMID_398_IR_Governance_Bylaws.pdf. ; artículo I «the annual meeting of the shareholders for the election of directors…shall be held at such a time and place as the board of directors may by resolution provide», artículo I, bylaws de Home Depot, http://ir.homedepot.com/phoenix.zhtml?c=63646&p=irol-govhighlights.

[249] «meetings of stockholders shall be held at any place, within or outside the State of Delaware, designated by the Board of Directors. In the absence of any such designation, stockholders' meetings shall be held at the registered office of the corporation», artículo 2.1 bylaws de Facebook (véase nota 231).

[250] Lo mismo que DGCL: «a failure to hold the annual meeting at the designated time or to elect a sufficient number of directors to conduct the business of the Corporation shall not affect otherwise valid corporate acts», sección 211(c) (véase nota 206).

[251] Entre otros muchos, valgan los siguientes ejemplos: Coca Cola: «on the third Wednesday in April of each year at 9:00 A.M. (local time)» artículo I, sección 1 (véase nota 213), se determina hasta la hora; lo mismo ocurre con Berkshire Hathaway: «the anual meeting of the stockholders shall be held at nine-thirty o´clock in the afternoon on the first Monday in May in each year», sección 3, apartado 3.1; y no con tanta precision, ya que no se hace referencia a la hora (véase nota 207); I.B.M.: «last Tuesday of april of each year», artículo II, sección 2 (véase nota 223); J.P. Morgan Chase: «third Tuesday of may», artículo I, sección 1.01. (véase nota 223).Todos ellos con la salvaguarda de que si el día señalado resultare ser festivo por alguna razón, el día para celebrar la junta será el siguiente día hábil.

En casi todas facultan al consejo. Muchas lo permite a accionistas que juntos o por separado representen un determinado tanto por ciento del capital social, y unas pocas habilitan a una determinada persona, como por ejemplo, el presidente del consejo[252]. La MBCA en su artículo 7.02 (a) (2) permite solicitar al consejo la convocatoria de una junta especial, a los titulares de al menos el 10 por ciento del capital social[253], aunque los articles of incorporation pueden señalar una cifra inferior o superior, siempre que no sobrepase el 25[254] por ciento del mismo[255]. Para el caso de que la solicitud sea realizada

[252] «Board, the Chairman of the Board, the Chief Executive Officer, the president or a Vice-Chairman of the Board», artículo I, sección 1.02 bylaws de J.P. Morgan Chase (véase nota 223); Apple permite solicitar la convocatoria a dos o más miembros del consejo, al chairman del consejo, al CEO y al presidente, artículo V, sección 5.3 (véase nota 202); mientras que Pfizer solo lo permite a su *chairman of the board*, artículo I. 9.de sus bylaws (véase nota 210).

[253] Es necesario hacer constar que cada vez de forma más generalizada, los bylaws de muchas de las grandes sociedades cotizadas, y con el objeto de evitar el efecto distorsionador que puede derivarse de la existencia de derivados, swaps y otros tipos de contratos sobre la compañía, requieren que el tanto por ciento de acciones autorizado para solicitar una convocatoria de junta, lo sean *net long shares*. Y a estos efectos, los bylaws de J.P. Morgan Chase (véase nota 223) nos señalan en el artículo I, sección 1.02 (b) (1), que la definición de las *net long shares* es la contenida en la Rule 14e-4 de la Securities Exchange Act de 1934, que aunque está inicialmente vinculada a la regulación de *partial tender offers*, ha sido «importada» a esta materia. «14e-4 Prohibited transactions in connection with partial tender offers. (a) Definitions. For purposes of this section: (1) The amount of a person's "net long position" in a subject security shall equal the excess, if any, of such person's "long position" over such person's "short position." For the purposes of determining the net long position as of the end of the proration period and for tendering concurrently to two or more partial tender offers, securities that have been tendered in accordance with the rule and not withdrawn are deemed to be part of the person's long position». http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14e-4; Walt Disney, artículo II, sección 3 (b) (1) (véase nota 204).

[254] En este caso, la variedad de soluciones adoptadas es amplísima. Realizando un rápido repaso, y tomando como criterio de exposición el de menor a mayor tanto por ciento de capital exigido para poder solicitar la convocatoria de una junta extraordinaria, el escenario sería el siguiente: con un 10 por ciento Wall-Mart Stores, Southwest Airlines o Apple; con un 15 por ciento AT&T; con un 20 por ciento Google, Pfizer y J.P. Morgan Chase; con un 25 por ciento I.B.M., Coca Cola y Walt Disney, aunque esta última con la particularidad de que exige que los accionistas que firmen la solicitud de convocatoria, tengan al menos una antigüedad —todos ellos— de un año; tanto Halliburton como Lockheed Martin realizan una distinción: si es un único accionista el que la solicita se le exige ser titular de un 10 por ciento del capital social, por el contrario, si es más de uno, se exige al menos un 25 por ciento; Amazon, un 30 por ciento, y Berckshire Hathaway un 50 por ciento. Conocophillips sólo lo admite al consejo y a su presidente, negando expresamente esta posibilidad a los accionistas «special meetings of stockholders, for any purpose or purposes, may only be called by the board of directors pursuant to a resolution stating the purpose or purposes there of or by the chairman, if there be one, and any power of stockholders to call a special meeting is specifically denied», artículo II, sección 3 (véase nota 248).

[255] Los bylaws de las sociedades cotizadas incorporan determinados supuestos en los que el consejo de administración puede rechazar la convocatoria de la junta. Es el caso de FedEx: «if two or more special meetings of the stockholders called pursuant the request of stockholders pursuant to this section have been held within the 12-month period before a special meeting request is received by the secretary, the board of directors may in its discretion, determine not to call or hold such requested special meeting of stockholders», artículo II, sección 5 (véase nota 212). De forma un tanto chocante para nuestra mentalidad europea, el artículo I, sección 1.02 de los bylaws de Lockheed Martin Corporation señalan: «upon receipt of a proper request from Stockholders Proponents for the holding of a special meeting, the Secretary shall inform the Stockholders Proponents of the reasonably estimated cost of preparing and mailing the notice of the meeting (including the related proxy materials)», artículo I, sección 1.02 (véase nota 213); es decir, se avisa a los proponentes del costo que su propuesta tendrá para la sociedad y prosigue en el mismo sentido restrictivo: «unless requested by stockholders entitled to cast a majority of all the votes entitled to be cast at the meeting, a special meeting need not be called to consider any matter that is substantially the same as a

por un grupo de accionistas, y que ninguno de ellos por separado alcance los porcentajes mínimos exigidos, la fecha en la cual deben de ser accionistas de la sociedad, para poder realizar la solicitud conjunta, es la fecha en el que el primero de ellos la firmó[256].

Es necesario a este respecto, realizar una puntualización que será aplicable, tanto cuando hagamos referencia a las mayorías exigidas para poder solicitar la convocatoria de junta extraordinaria por parte de los accionistas, como cuando se regulan las mayorías exigidas para la aprobación de los acuerdos. Se trata de unas exigencias de información que tienen como objetivo proporcionar a la sociedad y al resto de los accionistas cuál es la verdadera posición e interés del accionista que solicita la convocatoria o, que en su caso, vota. Nos referimos, en terminología utilizada en los bylaws de Wall-Mart Stores, a los *disclosable interests*, es decir a la obligación que tiene el accionista de informar sobre la suscripción de: a) cualquier derivado, swap, o contrato o series de contratos que directa o indirectamente tengan como objetivo o efecto, el otorgar a la persona que los suscribe, un riesgo económico sobre las acciones de la sociedad, que equivalga a la propiedad sobre dichas acciones; b) cualquier derivado, swap, o contrato que permita, directa o indirectamente, la posibilidad de aprovechar las ganancias, de mitigar la pérdida, gestionar el riesgo, o beneficiarse de cualquier incremento o disminución en el precio o valor de la acción; y c) cualquier derivado, swap, o contrato que tenga el efecto o persiga, directa o indirectamente, el mantener, incrementar, o reducir los derechos de voto que esa persona tiene sobre acciones de la sociedad.[257]

---

matter voted on at any meeting of stockholders of the corporation held during the preceding twelve (12) months».

[256] Sección 7. 02 (b) de la MBCA.

[257] Microsoft regula este tipo de información en el mismo sentido:

> *C. any option, warrant, convertible security, stock appreciation right, or similar right with an exercise or conversion privilege or a settlement payment or mechanism at a price related to any class or series of shares of the Corporation or with a value derived in whole or in part from the value of any class or series of shares of the Corporation, whether or not the instrument or right shall be subject to settlement in the underlying class or series of capital stock of the Corporation or otherwise (a "Derivative Instrument") that is directly or indirectly owned beneficially by the Holder and any other direct or indirect opportunity to profit or share in any profit derived from any increase or decrease in the value of shares of the Corporation; D. any proxy, contract, arrangement, understanding, or relationship pursuant to which the Holder has a right to vote or has granted a right to vote any shares of any security of the Corporation; E. any short interest in any security of the Corporation (for purposes of these Bylaws a person shall be deemed to have a short interest in a security if the Holder directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship or otherwise, has the opportunity to profit or share in any profit derived from any decrease in the value of the subject security); F. any rights to dividends on the shares of the Corporation owned beneficially by the Holder that are separated or separable from the underlying shares of the Corporation; G. any proportionate interest in shares of the Corporation or Derivative Instruments held, directly or indirectly, by a general or limited*

Retomando la convocatoria de la junta general ordinaria, el apartado 7. 05 (b) MBCA establece que, de no decir otra cosa los estatutos de la sociedad, la convocatoria no deberá contener el orden del día con los asuntos que se debatirán en la junta.[258] Mientras que el apartado (c) obliga a incorporar a la convocatoria el orden del día cuando se trate de juntas extraordinarias, al igual que el 222 (a) del DGCL. Además, en el caso de las sociedades con domicilio social en Delaware, y siempre que los bylaws lo permitan, se admite la posibilidad de que cualquier accionista de la sociedad pueda solicitar la inclusión de uno o varios puntos en el orden del día de las juntas. Ya adelantamos que, los requisitos exigidos a este respecto por las compañías que lo permiten, son de tal magnitud que resultan realmente disuasorios.

Dado que la mayoría de ellas son bastante similares, utilizaremos los de Wall-Mart Stores como guía para ilustrar este aspecto tan esencial en el funcionamiento de una sociedad. Comienza en la sección 5: «business at annual and special meetings». En primer lugar, se distingue entre juntas ordinarias y juntas extraordinarias. Con respecto a las ordinarias, a su vez se distingue si la propuesta consiste en proponer candidatos al consejo, o cualquier otro asunto. Abordemos la primera. En este caso, el accionista que la proponga deberá hacerlo al consejo, por escrito, con no más de cien 100, y no menos de setenta y cinco días de anticipación al aniversario de la fecha de la junta general del año anterior. Pero si la fecha de la junta del año en curso, se señala con más de treinta días de anticipación o con más de sesenta días de retraso respecto de la fecha de ese aniversario, o no se hubiese celebrado junta general el año anterior, la propuesta del accionista debe ser recibida, o remitida por puesta en el correo, con no más de cien días de antelación, y no menos de setenta y cinco días de antelación a la fecha señalada para la junta o hasta el décimo día posterior al anuncio público[259] de la fecha de la junta. (sic). Increíble, pero cierto.

---

partnership or limited liability company or similar entity in which the Holder is a general partner or, directly or indirectly, beneficially owns an interest in a general partner, is the manager, managing member or directly or indirectly beneficially owns an interest in the manager or managing member of a limited liability company or similar entity.
artículo I, sección 1.13 b. apartados C. al G (véase nota 205).
Véase Coca Cola Company, en lo referente a la definición del «*net long beneficial ownership*», artículo I, sección 5 de sus bylaws (véase nota 213).

[258] En el mismo sentido, la sección 211: «meetings of stockholders» del DGCL.

[259] J.P. Morgan Chase dispone: «public announcement shall mean disclosure in a press release reported by the Dow Jones News Service, Associated Press comparable national news service or in a document filed by the corporation with the Securities and Exchange Commission pursuant to section 13, 14 or 15 (d) of the Exchange Act», artículoI, sección 1.09, (b) (3), de sus estatutos (véase nota 223).

Además de este requisito previo, el accionista proponente tiene que entregar la siguiente información, que volvemos a desdoblar entre la relativa al candidato y la referida al accionista autor de la propuesta. Con respecto al primero, los bylaws exigen: a) nombre, edad, y domicilio (profesional y particular); b) la principal ocupación o empleo; c) el número de acciones que, en su caso, tenga esa persona en Wall-Mart Stores; d) cualquier otra información que se le exigiría a esa persona si solicitase delegaciones para lanzar un *proxy contest* (en el sentido que veremos en el próximo capítulo), según lo exigido por la SEC; e) la aseveración por escrito del proponente, de que el candidato será capaz de desempeñar su cargo, de acuerdo con lo establecido por la legislación del estado de Delaware, y en concreto en lo referente al deber de lealtad con respecto a la sociedad y sus accionistas. En relación al accionista proponente: a) nombre y dirección del accionista que aparece en los archivos de la sociedad, o en su caso, el nombre del *beneficial owner*; b) la clase y el número de acciones que el accionista, el *beneficial owner*, o persona en nombre o por cuenta de quien actúa, tienen en la sociedad, así como los *disclosable interests* en la compañía; c) la acreditación de que el proponente es accionista de la compañía, y si acudirá en persona o por delegación, para realizar la presentación del candidato en la junta[260].

Para el caso de que la propuesta tenga como objetivo la inclusión en el orden del día de alguna otra cuestión distinta a la nominación de candidatos a miembros del consejo, los requisitos son los siguientes: a) una breve descripción de la propuesta o asunto que se pretende incorporar; b) el texto concreto de la propuesta. Cuando la misma tenga como objeto modificar los bylaws de la compañía, el texto literal de los mismos; c) las razones por las que se presenta ese asunto a la junta; d) nombre y dirección de los accionistas que la proponen, así como en su caso, de los *beneficial owners*; e) clase y número de acciones, y los *disclosable interests*; f) cualquier interés material del proponente o persona relacionada con la propuesta realizada; g) una declaración de que el proponente es accionista de la compañía y si pretende acudir en persona o por delegación a la junta que debatirá su propuesta; y h) una declaración sobre si el accionista proponente pretende: (i) lanzar un *proxy statement* para lograr la delegación del voto de los accionistas que, en su caso, sean necesarios para aprobar el punto del orden del día previsto y (ii) si no se requiriese una mayoría determinada, para

[260] Los bylaws de Wall-Mart Stores, también contemplan otra variación de este supuesto, al determinar las normas que se seguirían para el caso de que el consejo decidiese aumentar (dentro de los márgenes que le permiten los bylaws) el número de consejeros con respecto a los que existían en la junta anterior. Artículo II, sección 5 (f) (véase nota 233).

lograr el apoyo de los accionistas a su propuesta. Vemos no es una tarea fácil, ni económica.

Como ya sabemos, en las grandes sociedades, la mayoría de los accionistas votan por delegación. Y la delegación de voto, desde los años treinta, ha sido extensamente regulada por la legislación federal. Mientras que la legislación de los Estados regula aspectos sustantivos del derecho de voto, como cuántos votos tiene cada accionista, cuándo tienen que votar, y los asuntos sobre los que tienen que votar; las leyes federales regulan los procedimientos a través de los que los accionistas votan, así como la información a la que tienen derecho[261]. Como ya hemos anunciado, esta materia tan sensible y esencial sobre el complicadísimo sistema de voto en los Estados Unidos, será objeto de una atención especial en el próximo capítulo III. Por ello, simplemente nos limitaremos a mencionar que según lo dispuesto en la mayoría de los bylaws, los proxies pueden ser revocables o irrevocables[262], tienen una validez (salvo que expresamente se determine un plazo distinto) de tres años[263], pueden ser otorgados a favor de varias personas[264], y se pueden remitir a la sociedad, por correo, de forma electrónica, o incluso telefónicamente[265].

---

[261] Bainbridge, *Corporate law*, 233.

[262] Sección 212 de DGCL; «each shareholder entitled to vote at a meeting of stockholders may authorize another person or persons to act for him at such meeting by proxy, by such proxy, whether revocable or irrevocable, shall comply with the applicable requirements of Delaware law», sección 1.7 bylaws de General Motors (véase nota 206).

[263] Este es el plazo establecido en el DGCL, pero existen estados, como es el caso de California en el que la validez es de solo 11 once meses, de ahí que en los bylaws de Apple, se establezca este último plazo, artículo V, sección 5.12 (véase nota 202).

[264] Wall-Mart Stores: «Each stockholder…may authorize another person or persons to act for the stockholder by proxy», artículo II, sección 10 (a) (véase nota 233). En la misma sección, se regula la posibilidad —muy extendida en la práctica estadounidense— de que el proxy se otorgue en favor de una «proxy solicitation firm, proxy support service organization, or like agent duly authorized». Y veremos en el próximo capítulo que son empresas que tienen un papel importante en la conformación del sistema de derecho de voto en aquel país.

[265] FedEx Corporation, artículo II, sección 9 de sus bylaws (Véase nota 212). En el mismo sentido, pero de diferente forma, los bylaws de Facebook:

> *each stockholder entitled to vote at a meeting of stockholders or to express consent or dissent to corporate action in writing without a meeting may authorize another person or persons to act for such stockholder by an instrument in writing or by an electronic transmission permitted by law filed with the secretary of the corporation, but no such proxy shall be voted or acted upon after three years from its date, unless the proxy provides for a longer period. A proxy shall be deemed signed if the stockholder's name is placed on the proxy (whether by manual signature, typewriting, facsimile, electronic or telegraphic transmission or otherwise) by the stockholder or the stockholder's attorney-in-fact. The revocability of a proxy that states on its face that it is irrevocable shall be governed by the provisions of Section 212(e) of the General Corporation Law of Delaware. Sección 2.13*.
>
> (véase nota 231).

Se contempla también la convocatoria judicial[266]. Se regulan dos supuestos distintos. En primer lugar, cualquier accionista podrá solicitar la convocatoria judicial cuando la junta ordinaria no se hubiese celebrado dentro de los seis meses siguientes al cierre del ejercicio social, o hubiesen transcurrido más de quince meses desde la celebración de la última junta ordinaria. El segundo, a solicitud de cualquiera de los accionistas que solicitaron la convocatoria al consejo, y este no hubiese convocado la misma dentro de los treinta días siguientes a la recepción de la solicitud; o la junta no se hubiese celebrado en la fecha señalada en la convocatoria realizada por el consejo.

También se establece la posibilidad de adoptar acuerdos sin que se celebre físicamente la junta[267]. La sección 7. 04 MBCA lo aborda desde dos perspectivas diferentes. En su apartado (a) dispone que el voto favorable de todos los accionistas legitimados para votar en el acuerdo de que se trate, permitirá adoptar acuerdos sin necesidad de celebrar junta, y por tanto, de convocarla. En este caso, será necesario enviar un documento escrito —con la fecha, firma de todos los accionistas, así como el acuerdo adoptado— a la sociedad, la cual deberá incorporarlo a su libro de actas[268]. En su apartado (b) determina que si así se admite en los articles of incorporation —no en los bylaws— se autoriza[269] a adoptar acuerdos sin necesidad de celebrar junta, y por lo tanto sin previa convocatoria, si se presta consentimiento escrito al acuerdo, siendo firmado por el número de accionistas que hubiera sido necesario para aprobarlo en una junta en la que todas las acciones autorizadas para votar en relación a ese acuerdo en cuestión, hubieran estado presentes y hubiesen votado[270].

En este segundo caso, no se requiere unanimidad, y tampoco se trata de juntas universales. Para este supuesto, la sección. 7. 04 (d) dispone que el acuerdo será válido desde que se haga entrega a la sociedad del documento que contenga el mismo, acompañado de las firmas de los accionistas en número necesario para adoptarlo. Regula igualmente cómo ha de comunicarse a los accionistas que no han intervenido en

[266] MBCA, sección 7. 03, court ordered meeting.

[267] Lisa M. Fairfax, «Virtual shareholders meetings reconsidered», *Seton Hall Law Review* (2010) 40: 1367.

[268] Véase Berkshire Hathaway: «if action is taken by unanimous consent of stockholders, the writing or writings comprising such unanimous consent shall be filed with the records of the meetings of stockholders» sección 3.8 de sus bylaws (véase nota 207)

[269] Al ser solo una autorización, los estatutos de Google establecen que todo acuerdo que adopten los accionistas, deberá ser aprobado en junta general ordinaria o extraordinaria, debidamente convocada y celebrada; prohibiendo expresamente la adopción de acuerdos sin celebración de junta. Artículo II, sección 2.10 (véase nota 219).

[270] Véase los bylaws de General Motors, artículo I, sección 1.12 titulado «Stockholder action by written consent», en la que de forma pormenorizada se regula esta posibilidad, (véase nota 206).

la toma del acuerdo (porque no han podido, o no han querido). Y en la sección (e) se impone a la sociedad la obligación de comunicar a los accionistas sin voto (si es que existen), el acuerdo adoptado por unanimidad; bien dentro de los diez días siguientes a su entrega a la sociedad, o si ha sido necesario tabular y controlar las firmas y por tanto, los votos, o en caso contrario, cuando la sociedad finalice con esta labor. La comunicación deberá contener una exposición razonable del acuerdo adoptado, así como toda la documentación que hubiera sido exigida de haberse adoptado el acuerdo en junta. Y en el apartado (f) se regula la segunda de las posibilidades; es decir, para el caso de que no hubiese sido adoptado por unanimidad de todos los accionistas con derecho a voto; en cuyo caso, se debe comunicar a todos aquellos que no votaron a favor del mismo. Los plazos son los mismos que los señalados en el apartado (e), y de igual forma se acompañará a la comunicación del acuerdo adoptado, toda la información que hubiera tenido que enviarse junto con la convocatoria, en el supuesto de que el acuerdo hubiese sido adoptado en junta.

En la sección 7. 05 MBCA se determinan las formas de convocatoria. La convocatoria debe remitirse a cada accionista[271] (por lo tanto, es necesario tener actualizada la dirección postal o electrónica de los mismos, siendo obligación de estos últimos comunicar a la sociedad los posibles cambios), con una antelación no menor a diez días, ni superior a sesenta, con respecto a la fecha elegida. A no ser que los articles of incorporation señalen otra cosa, sólo se enviará la convocatoria a los accionistas que puedan votar en la junta[272].

[271] P.e.: Lockheed Martin: «The corporation may give a single notice to stockholders who share an address», artículo I, sección 1.04 de sus bylaws (véase nota 213). J.P.Morgan Chase, en el mismo sentido: «notice shall be deemed to be given to all stockholders of record who share an address if notice is given in accordance with the "householding" rules set forth in Rule 14a-3(e) under the Exchange Act and section 233 of the General Corporation Law» artículo I, sección 1.03 (véase nota 223); la norma a la que se remite regula de forma pormenorizada el envío de la documentación de la junta a grupos de accionistas que por motivos profesionales o familiares, consienten en tener una única dirección, y por lo tanto admiten el envío de una única convocatoria, véase en SEC, http://www.sec.gov/rules/final/33-7912.htm.

[272] Quienes lo sean en el día que el consejo, en la forma y con los límites que veremos, señala la *record date*. El hecho de que se exija el envío de la convocatoria a cada accionista, provoca que los bylaws traten con bastante detalle esta cuestión. Sírvanos de ejemplo lo dispuesto en los bylaws de Boeing: las convocatorias —señala esta sección— serán enviadas, y se determinará como fecha de envío a los accionistas: a) cuando se envíen por correo, el día en que son entregadas en la oficina postal, con portes pagados, y a la dirección que aparezca en los archivos de la compañía, salvo que el accionista haya informado fehacientemente al secretario que las convocatorias de la junta se le remitan a una dirección distinta (lo cual es bastante normal, ya que muchos accionistas solicitan que las mismas se dirijan no a sus domicilios, sino a los de sus asesores legales o patrimoniales, y frecuentemente a sus bancos de inversión); b) si se envía por fax, el día que se realiza el envío al número que el accionista ha determinado como válido a estos efectos; c) si es por correo electrónico, también el día que se envía a la dirección señalada por el accionista; d) si es a través de un post en una sede electrónica, junto a la noticia por separado al accionista de que se ha puesto o colgado el post, será fecha de entrega la que ocurra más tarde: la del *posting* o la del aviso; e) por cualquier otra forma de

Veremos en el capítulo siguiente, con mucho más detalle, lo referente a la *record date*, es decir, la fecha que determina quiénes son los accionistas a los que enviar la convocatoria, que puede coincidir o no, con la fecha que determina qué accionistas tienen derecho a votar en la junta[273]. La sección 7. 07 (b) MBCA establece que en ningún caso la *record date* podrá determinarse con una antelación superior a los setenta días respecto a la fecha señalada para celebrar la junta, mientras que la sección 213 del DGCL, reduce a diez días el plazo mínimo, al señalar: «the record date is adopted by the board of directors, and which record date shall not be more than 60 nor less than 10 days before the date of such meeting[274]». Su determinación también afecta, entre otros, al derecho a percibir dividendos[275] y tiene una enorme trascendencia en el *proxy voting* (voto por delegación) regulado por la legislación federal.

La presidencia, dirección de debates, y votaciones, se encomienda al *chair* de la junta. Este será nombrado de acuerdo con lo estipulado en los bylaws, en el caso de que guardaran silencio, por decisión del consejo[276]. En la sección. 7. 08 (de la MBCA) se dispone que la persona que presida la reunión, será también quien tenga la autoridad para señalar el orden de los asuntos a tratar[277], y para determinar las normas en relación

---

transmisión electrónica de acuerdo con la ley, y siempre que sea de forma consentida por el accionista. Artículo 1, sección 4 (véase nota 207). Los bylaws de Google, señalan que cuando el envío a un accionista de: a) la convocatoria de las dos últimas juntas generales de accionistas o b) dos pagos de dividendos, o de intereses de obligaciones de la compañía (en los EE.UU lo normal es realizar los pagos a través de cheque nominativo enviado por correo a la dirección del accionista que aparece en los archivos de la compañía), en este segundo caso, en un plazo de doce meses; sean devueltos a la sociedad, por ser el destinatario desconocido en esa dirección, relevarán a la compañía de su obligación de enviar en lo sucesivo a ese accionista cualquier tipo de convocatoria, documentación o pago. Sólo se reanudará la obligación cuando el accionista notifique a la sociedad una nueva dirección. Artículo II.2.4 (véase nota 219).

[273] Así, en el proxy statement de Apple de 2014, referido a la junta que se celebró el día 28 de febrero de 2014, se señalaba «only shareholders of record as of the close of business on December 30, 2013 are entitled to receive notice of, to attend, and to vote at, the Annual Meeting». http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingID=1193125-14-8074&CIK=320193.

[274] Tanto Apple (con domicilio social en California) como Wall-Mart (con el suyo en Delaware) establecen un plazo mínimo de diez días, y uno máximo de sesenta, antes de la fecha señalada para la celebración de la junta. Mientras que Boeing (con domicilio social también en Delaware) opta por un plazo mínimo de treinta días y uno máximo de sesenta. Artículo I, sección 4 (véase nota 207).

[275] Pfizer, bajo el epígrafe «Fixing date for determination of stockholders of record» establece: «in order that the Corporation may determine the stockholders entitled to notice or to voting at any meeting of the stockholders or any adjournment thereof, or entitled to receive payment of any dividend or other distribution or allotment of any rights, or entitled to exercise any rights in respect of any change conversion or exchange of stock or for the purpose of any other lawful action, the board of directors may fix a record date», artículo I, sección 12 (véase nota 210).

[276] Google, «Administration of the meeting»: «meetings of stockholders shall be presided over by the Chairman of the board or, in the absence thereof, by such person as the chairman of the board shall appoint, or, in the absence thereof or in the event that the chairman shall fail to make such an appointment, any officer of the corporation elected by the board», artículo 2.8 bylaws de Google (véase nota 219).

[277]

> *The board of directors of the corporation may adopt by resolution such rules and regulations for the conduct of the meetings of the stockholders as it shall deem appropriate. Except to the extent*

con la dirección de la junta[278]. En todo caso, estas normas deberán ser «fair to shareholders[279]».

La sección 7. 20 de la MBCA establece la obligatoriedad[280] de confeccionar una lista por orden alfabético, con todos los accionistas con derecho a asistir a la junta. Esta

---

inconsistent with such rules and regulations as adopted by the Board of Directors, the chairman of any meeting of the stockholders shall have the right and authority to prescribe such rules, regulations and procedures and to do all such acts as, in the judgment of such chairman, are appropriate for the proper conduct of the meeting. Such rules, regulations or procedures, whether adopted by the Board of Directors or prescribed by the chairman of the meeting, may include, without limitation, the following: (i) the establishment of an agenda or order of business for the meeting; (ii) the determination of when the polls shall open and close for any given matter to be voted on at the meeting; (iii) rules and procedures for maintaining order at the meeting and the safety of those present; (iv) limitations on attendance at or participation in the meeting to stockholders of record of the corporation, their duly authorized and constituted proxies or such other persons as the chairman of the meeting shall determine; (v) restrictions on entry to the meeting after the time fixed for the commencement thereof; (vi) limitations on the time allotted to questions or comments by participants; and (vii) policies and procedures with respect to the adjournment of such meeting. Artículo II, sección 15, bylaws de Conocophillis.

[278] Creemos oportuno incorporar el esquema del desarrollo de una junta general de accionistas, contenido en los bylaws de I.B.M.

Items of Business. The items of business at all meetings of the stockholders shall be, insofar as applicable, as follows:
-- Call to order.
-- Proof of notice of meeting or of waiver thereof.
-- Appointment of inspectors of election, if necessary.
-- A quorum being present.
-- Reports.
-- Election of directors proposed by the Corporation's Board of Directors, as set forth in the Corporation's proxy statement.
-- Other business specified in the notice of the meeting.
-- Voting.
-- Adjournment.
Any items of business not referred to in the foregoing may be taken up at the meeting as the chairman of the meeting shall determine.
Artículo II, sección 7 (véase nota 223).

[279] Sección 7. 08 (c) MBCA; Los bylaws de Wall-Mart Stores:

puede adoptar normas y reglas que tengan como objeto mantener la adecuada conducta entre los asistentes, en la medida en la que lo estime necesario. Estas normas y reglas, serán adoptadas por el consejo o por el presidente de la junta, y podrán incluir, entre otras, las siguientes: a) el establecimiento del orden del día de la reunión, así como la determinación de que acuerdos se votarán antes que otros;, b) normas y procedimientos para mantener el orden en la reunión y garantizar la seguridad de todos los presentes; c) limitar el acceso y participación en la junta a aquellos accionistas que no hayan acreditado su condición en el record date; d) impedir la entrada en la junta, una vez haya comenzado la misma;, y e) limitar el tiempo adjudicado a las preguntas y comentarios por parte de los accionistas. Salvo que el consejo o el presidente así lo señale, las juntas de accionistas no tendrán que ser celebradas de acuerdo con las normas de procedimiento parlamentario.
sección 11 (véase nota 233);

«The rules may cover such subjects as the proper means for obtaining the floor, who shall have the right to address the meeting, the manner in which shareholders will be recognized to speak, time limits per speaker, the number of times a shareholder may address the meeting, and the person to whom questions should be addressed. The substance of the rules should be communicated to shareholders prior to or at the beginning of the meeting». MBCA, *oficial comment*, 66. (Véase nota 206).

[280] I.B.M. que tiene su domicilio social en Nueva York (uno de los Estados que no incorporó a su legislación el modelo propuesto por la MBCA), en la sección 9 de sus bylaws establece que solo existirá

lista en la que se determinará así mismo, el número de acciones que cada accionista podrá votar, tendrá un juego dramático a la hora de configurar el proxy voting, tal y como veremos en el siguiente capítulo[281]. Lista que podrá ser examinada por cualquier accionista, con dos días de antelación a la celebración de la reunión; pudiendo aquellos reproducirla o fotocopiarla a sus expensas, durante las horas de oficina[282]. Esta lista tendrá que estar disponible para cualquier socio durante la celebración de la junta. Si no se cumple con las formalidades previamente descritas, y a requerimiento de cualquier accionista, el juzgado competente mandará poner la lista a disposición de los accionistas y si es necesario, ordenará la posposición de la junta, hasta que la lista o su copia, esté preparada[283].

Casi todos los Estados adoptan, de manera subsidiaria, la norma de «una acción un voto[284]». Por lo tanto, se permite a las sociedades apartarse de ella a través de una disposición estatutaria. Las corporations han ideado al menos tres variantes al supuesto previsto por la ley: (i) las acciones sin voto; (ii) dos clases de acciones en las que cada clase tiene unos derechos distintos; y (iii) acciones que solo tienen derecho de voto. Tanto el DGCL, en su artículo 151, como el MBCA en el 6.01, permiten la emisión de acciones con casi cualquier número de derechos de voto. Por ejemplo, este último, en su apartado (b): «the articles of incorporation must authorize: (1) one or more classes or series of shares that together have unlimited voting rights». Pero lo cierto es que, por el contrario, los *listing standars*, tanto del NYSE[285], como del NASDAQ[286], solo admiten

esta lista a solicitud de alguno de los accionistas; a diferencia de la obligatoriedad de tenerla preparada —la solicite o no algún accionista— en los Estados que han incorporado la MBCA.

[281] En efecto, dependiendo de cómo tengan registradas las acciones los accionistas (*registered name* o *street name*) el sistema de voto es muy diferente.

[282] Los bylaws de Wall-Mart Stores y los de Boeing exigen que la lista esté preparada con diez días de antelación a la celebración de la junta. Lista que contendrá, además de las menciones requeridas por la MBCA, el número de acciones que cada accionista tiene en la sociedad. Y en un texto que es literalmente exacto en ambos bylaws, continúa «this list shall be open to examination by any stockholder, for any purpose germane with the meeting, for a period of ten (10) days prior to the meeting, either (i) on a reasonably accessible electronic network, provided that the information required to gain access to such list is provided with the notice of the meeting, or (ii) during ordinary business hours at the principal place of business of the corporation»; Southwest Airlines impone, en cambio, once días de antelación, artículo II , sección 7 (véase nota 203).

[283] Sección 7. 20 (d) de la MBCA.

[284] Sección 7. 21 de la MBCA.

[285] NYSE, *Listed Company Manual*, http://nysemanual.nyse.com/LCMTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F4%5F3&manual=%2Flcm%2Fsections%2Flcm%2Dsections%2F.

[286] *NASDAQ Manual*, sección 5640: «voting rights of existing Shareholders of publicly traded common stock registered under Section 12 of the Act cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance». http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F1%5F4%5F3&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq%2Dequityrules%2F.

—con las matizaciones que veremos— a cotizar acciones bajo la regla de «one share one vote[287]».

Con respecto al quórum, la regla general, salvo pacto en contrario, es la necesidad de asistencia (presentes o representadas) de la mitad de las acciones con derecho a votar, aunque se puede superar o reducir[288]. En este caso, y a diferencia de lo comentado respecto a los consejos, se prohíbe a los accionistas que «rompan» el quórum abandonando la reunión. Una vez ha sido computado al inicio de la junta como asistente, se le tendrá como presente el resto de la misma[289]. Para el caso de que no se alcance el quórum determinado en los bylaws, el presidente o la mayoría de los accionistas presentes o representados con derecho de voto, podrán aplazar la reunión a otro lugar y fecha, sin necesidad de una nueva convocatoria[290]. Por el contrario, son muchos los bylaws que determinan un límite temporal a la posibilidad de ir posponiendo la junta hasta alcanzar el quórum de constitución mínimo exigido. Con cierta lógica, si la junta se aplaza más de treinta días con respecto a la fecha para la cual estaba inicialmente convocada, los bylaws de la mayoría de las sociedades[291], exigen una nueva convocatoria. En este caso, será necesario señalar una nueva *record date*, así como enviar a cada accionista la nueva convocatoria junto con la documentación que debe acompañarla.

En relación con el modo de efectuar la votación, aunque la regla es que la votación se realice a mano alzada[292], son bastantes las sociedades que admiten que a

[287]El *Listed company manual* del NYSE en su sección 313.00, con carácter general adopta esta norma, si bien la sección 313.10 establece que esta limitación no será de aplicación a sociedades que ya tuvieran (antes de cotizar) clases distintas de acciones, una de las cuales consiste en acciones con voto reforzado. Este es el caso, entre otros muchos, de Google, Zynga, Facebook, Linkedin, y Groupon, no así Twitter, por citar solo algunas de las últimas salidas a bolsa que mayor eco mediático han concitado.

[288] Mientras que Apple respeta esta regla general, Boeing la rebaja hasta un tercio «of the outstanding shares of stock entitle to vote shall constitute a quorum for the transaction of business», artículo I, sección 6 (véase nota 209); y AT&T, lo incrementa hasta el 40 por ciento del capital.

[289] Bainbridge, *Corporate law*, 234. P.e.: Apple:«The shareholders at a duly called or held meeting at which a quorum is present may continue to transact business until adjournment notwithstanding the withdrawal of enough shareholders to leave less than a quorum, if any action taken (other than adjournment) is approved by at least a majority of the shares required to constitute a quorum» artículo V, sección 5.7 (véase nota 202); Conocophillips «A quorum, once established, shall not be broken by the withdrawal of enough votes to leave less than a quorum», artículo II, sección 5 (véase nota 248).

[290] En este caso los bylaws de Boeing señalan que en la nueva reunión se debatirá el mismo orden del día que el establecido para la primera; además no será necesario realizar una nueva convocatoria si, en la reunión aplazada, se determinó con exactitud la fecha, lugar y hora de la siguiente. Artículo I, sección 6 (véase nota 207).

[291] Es el caso de Valero Energy en su artículo I, sección 8 (véase nota 210); o el de Google, en su artículo II, sección 2.7 (véase nota 219). Por el contrario, Lockheed Martin, artículo I, sección 1.06, amplía este plazo hasta los ciento veinte días (véase nota 213).

[292] AT&T en la sección 6. de los bylaws, sólo admite el voto a mano alzada, denominado «*voice vote*» (véase nota 248).

solicitud de algún accionista, las votaciones se realicen por escrito y con votación secreta[293]. Los acuerdos, salvo que se disponga otra cosa en los bylaws, se adoptarán por mayoría de los votos[294] de los accionistas presentes y representados que constituyan el quórum de la reunión[295]. En este sentido, también es necesario mencionar los denominados «*brokers non-votes*[296]». Así es, son cada vez más las sociedades que, en sus bylaws, regulan esta materia, y así por ejemplo, en los de General Motors se señala: «votes cast "for" or "against" and "abstentions" with respect to a matter shall be counted as shares of the Corporation entitled to vote on such matter, while "broker *non*-votes" (or other shares of stock of the corporation similarly not entitled to vote) shall not be counted as shares entitled to vote on such matter[297]». Es decir, son deducidos del número total a los efectos de calcular quórums.

Para finalizar, mencionaremos los derechos de inspección de los accionistas. Las leyes, lógicamente, tienen que sopesar dos intereses distintos a la hora de regular este derecho. El del accionista a estar informado sobre la marcha real de la sociedad, y el de

[293] Es el caso de IBM, artículo I, sección 8 (véase nota 223), y J.P. Morgan Chase, artículo I, sección 1.06 (véase nota 223), de sus respectivos bylaws. En cambio, los de de General Motors en su artículo I, sección 1.7, exigen que lo solicite una mayoría de los accionistas presentes o representados en la junta (véase nota 206).

[294] El reciente documento publicado por el fondo Calpers y la consultora GMI Ratings, titulado «Vote calculation methodologies», señala que: «A broker non-vote occurs when shares held through a broker, and are not given instruction as to how to vote. The brokers do not have discretionary power to vote these shares on "non-routine" matters and thus a broker non-vote results. The data show an overwhelming majority, or 94% of companies in both the S&P 500 and the Russell 1000 exclude broker non-votes from the denominator when calculating the passage of shareholder proposals». En determinadas materias los brokers no tienen posibilidad de votar por sus clientes finales, si estos no les comunican en un determinado plazo como quieren que los intermediarios voten en la junta. https://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/pubs/calpers-russell-1000-vote-calculation-methodology-final-v2.pdf.

[295] Normalmente, es en los bylaws, y no en las leyes de sociedades, en donde se regula con más detalle quién será el autorizado a votar en caso de copropiedad de acciones, o de constitución de derechos reales sobre las mismas. A este respecto, los bylaws de J.P. Morgan Chase,

> *Persons holding in a fiduciary capacity stock of the Corporation shall be entitled o vote such stock so held, and persons whose stock is pledged shall be entitled to vote such stock, unless in the transfer by the pledgor on the books of the Corporation he shall have expressly empowered the pledge to vote thereon, in which case only the pledge, or his proxy, may represent such stock and vote thereon. If shares of stock of the Corporation shall stand of record in the names of two or more persons, whether fiduciaries, members of a partnership, joint tenants, tenants in common, tenants by the entirety or otherwise, or if two or more persons shall have the same fiduciary relationship respecting the same shares of stock of the Corporation, unless the Secretary shall have been given written notice to the contrary and have been furnished with a copy of the instrument or order appointing them or creating the relationship wherein it is so provided, their acts with respect to voting shall have the following effect: (c) if only one shall vote, his act shall bind all; (d) if more than one shall vote, the act of the majority so voting shall bind all; and (e) if more than one shall vote, but the vote shall be evenly split on any particular matter, then, except as otherwise required by the General Corporation Law, each faction may vote the shares in question proportionally.* Artículo I, sección 1.06 (véase nota 223).

[296] Los analizaremos con más detalle en el capítulo III.

[297] General Motor Company bylaws, article I. section 1.7; En el mismo sentido, Southwest Airlines en el article II. Section 9. (a) de sus bylaws también precisa que «all abstentions and broker non votes shall not be counted as voted either for or against such matter» (véase nota 206).

la sociedad a proteger la información contable sensible y los secretos comerciales. A estos efectos, el artículo 220 (b) del DGCL exige que el accionista que quiera ejercitar estos derechos de inspección, tenga que realizar una petición por escrito, señalando los *proper purpose*[298] (motivos) así como la causa del interés en realizar la inspección. Si la sociedad lo deniega, el accionista podrá ejercitar la pertinente acción judicial ante el *chancery court*. Cuando el accionista solo quiere tener acceso a la lista de accionistas o a los libros de contabilidad, el apartado (c) del mencionado artículo, invierte la carga de la prueba, señalando que deberá ser la sociedad la que pruebe que el accionista está ejercitando su derecho de manera contraria al interés social.

En la sección 7. 29. de la MBCA, denominada *inspector of election*, se determina que todas las sociedades cotizadas, y las no cotizadas si así lo demandan, podrán nombrar uno o más inspectores de la elecciones[299], que aún pudiendo ser empleados de la compañía, se les exigirá que presten juramento de que van a desempeñar su cargo con *strict impartiallity*[300]. Las funciones que realizarán serán las siguientes: a) determinar el número de acciones en circulación , así como el número de votos que cada una en su caso, pueda emitir; b) determinar el número de acciones presentes o representadas en la reunión; c) determinar la validez de las delegaciones y votaciones; d) contar los votos; y e) determinar el resultado. Deberán presentar un informe escrito sobre su actuación[301].

Después de esta breve exposición, podemos afirmar una vez más, que el corporate law tiene un carácter más residual o supletorio que en Europa. Son pocas las normas imperativas y muchas las dispositivas. El margen de actuación y pacto entre los socios es amplísimo, dejándose realmente a la redacción de los articles of incorporation y, sobre todo a los bylaws, la determinación del verdadero régimen jurídico de la sociedad. La influencia del contractualismo es innegable. Tal y como ya hemos

[298] «A proper purpose shall mean a purpose reasonably related to such person´s interest as a stockholder». Sección 220 (b) del DGCL.

[299] También denominados «*judges*», como es el caso de los bylaws de General Motors, artículo I, sección 1.10 (véase nota 206).

[300] Sección 7. 29 (a) de la MBCA.

[301] Los bylaws de Walt Disney, permiten la subcontratación de empresas —lo cual es muy habitual — que ayuden a los inspectores en el cumplimiento de sus funciones «The inspectors may appoint or retain other persons or entities to assists the inspectors in the performance of the duties of the inspectors», artículo II, sección 9 (véase nota 204); En el proxy statement the Apple, para la junta general ordiraria de 2014, tal y como veremos en el capítulo siguiente, se nombra directamente como inspector a una sociedad especializada «A representative from Computershare will serve as the inspector of election», http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-14-8074&cik=320193.

expuesto en este capítulo, el corporate law, no es sino un derecho supletorio de la voluntad de los socios. En efecto, no deja de ser significativo que el comienzo de seis de los catorce epígrafes o sub-epígrafes de los capítulos séptimos («*Shareholders*», hasta el 7.40, que hace ya referencia a procedimientos judiciales) y el octavos «*Directors and officers*» de la MBCA; sea «unless otherwise restricted by the certifícate of incorporation or bylaws…».

4.2 MEDIOS

En este epígrafe expondremos las diversas soluciones que la doctrina ha tratado de dar a la pregunta de quién es realmente el titular del poder en la sociedad, por las consecuencias obvias que una u otra respuesta tendrán en el sistema de gobierno corporativo. En este caso, lo que se discute es si son los accionistas, la dirección (management) de la compañía, o el consejo de administración, el grupo u órgano social que ha de detentar el poder (la capacidad de decisión) en la misma[302]. Dicho de otro modo, a cuál de los tres grupos ha de asignar más o menos derechos el corporate law, o que medios[303] han de utilizarse para alcanzar de forma más rápida y eficiente el fín social: el shareholder wealth maximization.

Tradicionalmente, la doctrina estadounidense defendió con fuerza la necesidad de que fuera el management[304] el colectivo al que, por su preparación y conocimiento de la realidad de la sociedad, la ley autorizara para el ejercicio de las más importantes facultades. De hecho, desde el final de la Segunda Guerra Mundial, hasta la crisis de los años setenta, el corporate governance de los Estados Unidos, se caracterizó por ser «*managercentric*[305]».

Superada esta tendencia, fue sustituida por la que defendía que el efectivo control de la sociedad también residiese en los accionistas (shareholder primacy[306]).

---

[302] Véase Margaret M. Blair, «Reforming corporate governance. What history can teach us», *Berkeley Business Law Journal* 1 (2004): 1.

[303] Incorporamos la terminología que Bainbridge utilizó en su artículo «Directors primacy. The means and ends of corporate governance». El autor recurre a esta expresión para señalar en que órgano o agente social, sitúa el derecho de sociedades, la atribución de aquellas competencias necesarias para la pretendida conquista de los fines sociales. Ya sabemos que, a su vez, diversas teorías defienden distintos fines u objetivos sociales. *Ucla School of Law*, Research Paper No. 02-06 (2002) http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.300860.

[304] Macey, *Corporate governance*, 200. Este autor es un firme defensor del «*managerial model*», realizando una crítica despiadada de aquellos que defienden la preeminencia de los accionistas. Afirma que los accionistas no son efectivos solo por votar. La pregunta —prosigue— es si los accionistas son efectivos en comparación con su alternativa, que es el management de la sociedad.

[305] Bainbridge, «Director primacy: the means and ends of corporate governance», 19.

[306] Ver epígrafe 2.2.1 en el que se explica esta diferencia.

Pero no obstante, y debido a las críticas recibidas[307], así como a la metafísica imposibilidad de que los accionistas —las pocas veces que ejercen sus derechos— lo hicieran con cierta unidad de criterio, provocaron que la doctrina alumbrase una nueva teoría —de gran predicamento en estos momentos— que sitúa al consejo de administración como centro del nexo de contratos en los que la sociedad se conceptualiza según la doctrina mayoritaria —contractualista— en aquel país. Según ella, el consejo es el «centro» de la sociedad; el órgano en el que tiene que localizarse el efectivo poder de la compañía. El derecho de sociedades deberá proveer normas en este sentido. Bainbridge —su más importante valedor— nos dice que el consejo no es el agente de los accionistas, sino una especie de «guardián platónico» que tiene que tener en cuenta los intereses de todos los stakeholders[308].

4.3 AMBIVALENCIA DEL *CORPORATE LAW*

Como consecuencia de todo lo expuesto, y debido a la cimentación jurídico-contractualista que está presente en todos los estratos del corporate law[309] en los EE.UU, tenemos que confirmar que el derecho de sociedades de la mayoría de los Estados, ha quedado configurado como un derecho habilitante, meramente supletorio de la voluntad de las partes que se manifiesta a través de la firma de contratos que regulan

[307] «The crisis shifted the corporate governance game onto a new playing field and created an environment in which a new set of players took prominence. Specifically, it reengaged the federal government as a regulator, bringing with it powerful interest groups like unions, pensions funds, activist investors, trial lawyers, and their academic allies…a powerful interest group coalition centered on activist institutional investors hijacked the legislative process so as to achieve long-standing policy goals essentially unrelated to the crisis». Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, 13-5; «Here too the evidence suggests that share holder value thinking may not be working out well for public shareholders. A recent study by consulting firm Grant Thornton concluded that from 1997 to 2009, the number of public companies listed on U.S. stocks exchanges has declined by 39 percent in absolute terms, and by a whopping 53 percent when adjusted to GDP growth». Stout, *The shareholder value myth: how putting shareholders first harms investors*, 54; René Reich-Graefe, como reacción al modelo accionarial, propone una vuelta, no ya al modelo de los stakeholders, sino al *managerial* más puro: «Corporate entity is inescapably and insolubly characterized by perpetual conflicts among self-interested corporate constituents. To manage those conflicts —which present a perennial, systemic risk to the internal cohesion, adaptability and, thus prosperity and ultimate survival of the firm— corporate law is necessary called upon to allocate infinity and absolute decision making authority within one core group of corporate constituencies». «Deconstructing corporate governance: directors primacy without principle?», *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 26 (2007): 473.

[308] Bainbridge, «Director primacy: the means and ends of corporate governance»: 605.

[309] Esta teoría, en lo que se refiere al reconocimiento constitucional de las sociedades, ha sido objeto de un amplio debate, como consecuencia de la polémica sentencia del Tribunal Supremo «Citizens United contra FEC», 130 S.CT.876 (2010). Véase Jonathan A. Marcantel, «The corporation as a "real" constitutional person». *UC Davis Business Law Journal* 11 (2010): 221; Robert A.G. Monks, *Citizens disunited:passive investors, drone CEOs, and the corporate capture of the american dream* (New York: Minivers Press, 2013), este autor realiza un furibundo ataque a la sentencia mencionada, sintomáticamente su libro empieza con la siguiente frase: «This book is a warning, a plea for involvement, and a call to arms».

en lo esencial la estructura de sus relaciones[310]. El derecho tendrá como función, por lo tanto, el anticipar cuál hubiese sido la voluntad de los contratantes en una situación determinada. Voluntad que será necesario interpretar, en una clave de eficiencia, y que buscará siempre, la minimización de costes de transacción y la maximización del beneficio para los accionistas. El derecho de sociedades, debería ser un conjunto de normas —raramente de carácter imperativo— que simplemente se activarían cuando las partes no hubiesen previsto contractualmente una determinada situación, bien por olvido, por su imprevisibilidad, o porque los costos de redacción de los mismos superaban los de la solución dada por la propia ley de sociedades[311].

Pero también es necesario matizar, que a la mencionada estructura y función potestativa y supletoria del derecho (siempre como norma residual de utilización sólo en caso de improbable falta de pacto entre las partes), no le sigue una clara determinación positivo-legal, en el sentido de que el fin de la sociedad es la promoción del interés del accionista. En contra de lo que pudiera parecer por todo lo hasta ahora expuesto, el derecho de sociedades es en esencia bastante «ambivalente» siguiendo la acertada expresión utilizada por Bruner[312]. Ambivalente, en lo que se refiere a una preconcebida falta de determinación sobre cuál ha de ser el fin que debiera perseguir la sociedad. Así es, las normas están ideadas, concebidas, para resultar neutras. No tratan de imponer ninguno de los objetivos abanderados por una u otra teoría[313]. Y ello quizás porque los defensores de la shareholder wealth maximization, y su actual concreción en la shareholder primacy, no necesiten de él para el completo logro de sus fines. La jurisprudencia, la doctrina y la presión social, en estos momentos liderada por los inversores institucionales, son suficientes[314]. En definitiva, posibilita a la mayoría de los accionistas y a los jueces, el acercamiento a uno u otro modelo. Como señala Lee: «the truth is however, that corporate law does not preclude the independent

[310] Bernard S. Black, «Is corporate law trivial?: a political and economic analysis», *Northwestern University Law Review* (1990) 84: 543.

[311] «as a positive matter, contractarians contend that corporate law in fact is generally comprised of default rules, from which shareholders are free to depart, rather than mandatory rules». Bainbridge, «Community and statism: a conservative contractarian critique of progressive corporate law scholarship»: 861.

[312] Bruner, «The enduring ambivalence of corporate law»: 1385.

[313] Recordar la existencia de los «*constituencies statutes*» en más de cuarenta estados, la mayoría de los cuales simplemente posibilitan, pero no obligan, a seguir una u otra posición doctrinal. No así la SEC que impulsó la aprobación de unas leyes (Sarbanes- Oxley Act y la Dodd-Frank Act) claramente proSHP. Estas leyes tuvieron su origen, la primera, en mayúsculos escándalos financieros —principalmente la quiebra de Enron— y la segunda, en la crisis de 2008. Fueron consecuencia, por lo tanto, de una importante presión social, hábilmente utilizada en su propio beneficio por los inversores institucionales.

[314] Remitirnos a nuestro estudio de las cien mayores corporations cotizadas en los Estados Unidos. Véase epígrafe 3.3 de este capítulo. Del que se desprende que mayoritariamente persiguen el beneficio del accionista en primer lugar.

consideration of ethic or social responsibility…that corporate power is used unethically and irresponsibly in the pursuit of greater profits, it is not so much because of corporate law as because the self-interest and inertia of shareholders, for whom the maximization of their profits is congenial[315]».

Para Bruner, el derecho de sociedades, es y continuará siendo, profundamente ambivalente —tanto doctrinal como moralmente— con respecto a tres aspectos fundamentales e interrelacionados: a) en qué órgano social localizamos la efectiva autoridad y de quién depende el gobierno corporativo de la sociedad (lo que en el apartado 4.1 hemos denominados los medios); b) quiénes son los legítimos beneficiarios del gobierno de la sociedad; y c) la relación entre el derecho de sociedades y la consecución del bien común[316]. El autor describe la ambivalencia del derecho de sociedades, no como una contradicción[317], sino como un pragmático equilibrio entre dos grupos de normas e intereses; ninguno de los cuales puede ser respaldado entusiásticamente, a la luz de las complejas demandas sociales y económicas de las que es objeto la moderna sociedad mercantil.

La supuesta vinculación del derecho de sociedades de los Estados federados con la shareholder primacy[318], por lo tanto, ni es clara, ni es pacífica. Ningún Estado ha impuesto un deber a los directivos y al consejo de administración (a través de las normas contenidas en la ley de sociedades de cada uno de ellos) de perseguir en exclusiva la shareholder value maximization. Quizás la prueba más clara de esa ambivalencia es la obligación de los consejos de ser leales («*to owe fiduciary duties*») tanto a los accionistas como a la sociedad simultáneamente. Este paralelismo, en lo referente a las obligaciones del consejo, implícitamente significa tanto el rechazo a un estricto «*board-centric*», como a un «*shareholder centric*[319]».

A través del derecho de sociedades[320], la sociedad capitalista en la que vivimos inmersos, sitúa la búsqueda del bien común en una entidad (la sociedad mercantil en general, y la cotizada, en particular) que carece de la legitimidad[321], y la habilidad

[315] Ian B. Lee, «Corporate law profit maximization and the "responsible shareholder"», *Stanford Journal of Law, Business and Finance* (march, 2005): 2.
[316] Bruner, «The enduring ambivalence of corporate law», 1386.
[317] Véase William T. Allen, «Our schizophrenic conception of the business corporation», *Cardozo Law Review* (1992) 14: 261.
[318] Bruner, «The enduring ambivalence of corporate law»1: 425.
[319] Ibídem.
[320] Kent Greenfield, «Reclaiming corporate law in a gilded age», *Harvard Law & Policy Research* 2 (2008): 1; en donde por el contrario se pide una modificación del derecho de sociedades que implique la adopción de obligaciones «sociales»; David Millon, «Redifining corporate law», *Indiana Law Review* 24 (1991): 223.
[321] Mitchell, «Groundwork of the metaphysics of corporate law», 1488.

práctica para detectar cuál es ese bien común en el inicio del presente siglo. Esta paradoja, es la que realmente nutre la ambivalencia del derecho de sociedades[322]. (Es por tanto, la realidad social y económica —en el más puro estilo de la metodología y sistemática norteamericana señalada en el epígrafe 1— la que impulsa a la jurisprudencia[323] que finalmente será la que en este sistema de common law, determine de qué lado quedará el péndulo).

No parece que a corto plazo el legislador vaya a cambiar de táctica. Tendrá que ser la realidad social, y la jurisprudencia, las que lo hagan. Entendemos que la realidad social ya ha empezado, a pesar de la enorme presión ejercida por la gran mayoría de inversores institucionales. En tanto no se supere esta situación, no creemos que el legislador adopte la defensa legal de una u otra posición. Realmente, lo que existe es un temor —en cierta forma lógico— a la adopción de normas que de forma clara y determinante, exigiesen cualquiera de las variables comunitaristas, probablemente en una versión «*light*» del stakeholder model. No existe en los Estados Unidos ningún estudio que, ni siquiera por aproximación, se atreva a determinar el impacto económico que, a corto y medio plazo, tendrían tales medidas. Como dijo el juez Allen: «it is perhaps asking too much to expect us as people —or our law—- to have a single view of the purpose of an institution so large, pervasive, and important, as our public corporations[324]».

En lo que al gobierno corporativo afecta, podemos afirmar que el incontestable poder económico de los inversores institucionales, está consiguiendo que el péndulo quede del lado de los accionistas. Frases populistas, como «primavera de los accionistas» y otras similares, no hacen sino esconder la realidad de que los derechos se asignan a poderosas organizaciones financieras, que ni son los accionistas reales —son unos meros intermediarios—, ni tienen interés alguno en el largo plazo de la sociedad.

[322] Ibíd., 1430.
[323] Jonathan R. Macey, «A close read of an excellent commentary on Dodge vs. Ford», *Virginia Law & Business Review* 3 (2008): 177. En este trabajo, el profesor Macey, aunque centrado en el comentario al artículo de Stout señalado en la nota 96 de este capítulo, nos muestra su acuerdo con las tesis mantenida por esta, de que el esencial principio del derecho societario según elcual los consejeros y la dirección deben de buscar en todo caso la maximización de la riqueza del accionista, es una norma que ha sido escasamente exigida por los jueces. Para Stout, esto es debido a que se trata de una resolución equivocada («*bad law*»). Para Macey, por ser de difícil aplicación práctica, es más una aspiración que un principio.
[324] Allen, «Our schizophrenic conception of the business corporation»: 280.

III. EL SISTEMA DE VOTO EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA. SU PARTICULAR CONTRIBUCIÓN AL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES

1. INSTITUCIONES Y MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

En relación con las instituciones y mecanismos de gobierno corporativo, seguiremos la enumeración que realiza el profesor de la Universidad de Yale, Jonathan R. Macey[1], por entender que se adecúa a la estructura de esta Tesis en general, y que didácticamente, nos ayudará a la exposición de este capítulo en particular. Con esta relación, Macey pretende englobar a aquellos actores públicos y privados (y por tanto, no todos con capacidad normativa), que ejercen una influencia importante en la construcción y adaptación diaria del gobierno corporativo a las exigencias de los mercados en los que las grandes sociedades cotizadas tienen que competir.

La enumeración de lo que el citado profesor denomina *institutions and mechanism of corporate governance* es la siguiente: 1) *accounting firms*, que auditan a las compañías cotizadas; 2) *credit rating agencies*, que determinan cuando la deuda que estas emiten es *investment grade*; 3) *market for corporate control*, a través del cual se controla a la dirección de compañías mal gestionadas; 4) *organized stock exchanges*, que por medio de los requisitos exigidos para poder cotizar en ellos, también conforman el gobierno corporativo; 5) *initial public offerings* (IPO); y 6) la *Securities and Exchange Commission*, que regula los mercados, vigila el suministro de información y formula políticas de gobierno corporativo para las empresas cotizadas[2]. Obviamente, no todos son merecedores de igual atención, por ser la SEC, sin ninguna duda en los Estados Unidos, la verdadera

[1] Jonathan R. Macey, «The politization of american corporate governance», *Virginia Law & Business Review* 1 (2009):1.

[2] Cfr. Macey, *Corporate governance. Promises kept, promises broken*, 50; en donde por el contrario, el mismo autor señala las siguientes: 1) la SEC y los mercados organizados (fundamentalmente el NYSE y el NASDAQ); 2) los consejos de administración; 3) el mercado de *corporate control*, refiriéndose al de OPAS; 4) *initial public offering* (salidas al mercado); 5) las normas contables y la industria de las auditorías: 6) las acciones sociales de responsabilidad, las individuales y las *class actions*; 7) *insider trading* y ventas en corto; 8) *whistle- blowing*; 9) *shareholder voting*; 10) *credit rating agencies*; 11) *stock market analysts*; 12) *hedge funds*; y 13) bancos y otros acreedores.(Insistimos que esta enumeración , dada la estructura de esta tesis, no nos parece tan adecuada como la expuesta en el texto principal).

creadora de las normas que conforman el gobierno corporativo, en un sistema «*ruled based*» (basado en normas) a diferencia del «*principles based*» (basado en principios o recomendaciones) europeo[3].

Es necesario recalcar que aunque la clasificación que ocupa estas líneas carezca de finalidad específica desde nuestra perspectiva a este lado del Atlántico, para la doctrina estadounidense (impregnada en su esencia por el contractualismo y la Escuela del Análisis Económico del Derecho), el estudio de los agentes que garantizan el correcto funcionamiento del mercado a través de las normas de gobierno corporativo, resulta fundamental.

1.1 LOS AUDITORES

Los auditores externos evalúan la veracidad y fiabilidad de la información financiera publicada por las compañías, constituyen un instrumento esencial para que los inversores en general, y los accionistas de la sociedad auditada en particular, tengan un conocimiento lo más exacto posible de su verdadera situación económico-financiera. Dado que la dirección de la corporation es la encargada de la formulación de las cuentas anuales (*financial statement*[4]), y que estas son la parte principal del *annual report* que las sociedades cotizadas deben depositar ante la SEC (según el modelo 10k[5]), la ley exige que un tercero independiente realice la labor de fiscalización de las mismas.

---

[3] «In the U.K, the FSA has adopted a so called principles based approach to regulation, in contrast with the rules based approach of the U.S. securities regulation. This distinction plays out in three key dimensions. First, rules generally are detailed and complex, while principles are broad and abstract. Second, rules are defined ex ante with little scope for ex post discretion, while principles are set out broadly ex ante and are developed ex post for application in a highly contextual way. Third, principles entrust a substantial amount of discretion to regulators to make decisions on a case by case basis, while rules do not do so». Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, 264.

[4] La SEC también obliga a informar de los *financial restatements*, que consisten en la comunicación a la Comisión de la detección de un error en unos estados financieros ya depositados en la misma. En este caso, lo tendrá que poner en su conocimiento a través del formulario 8-K, en un plazo de cuatro días. Siguiendo a Glass Lewis, entre 200 y 500 compañías en los Estados Unidos (lo que representa entre un 5 y un 12 por ciento del total de compañías cotizadas) realizan estos *restatements.* Siendo las causas más alegadas *improper expense recognition* (22 por ciento), *missclasification of ítems* (18 por ciento) y *tax accounting errors* (11 por ciento). Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 330. Aunque las horquillas citadas nos parecen bastante amplias, no deja de sorprender el elevado número de sociedades (con respecto a la práctica europea), que realizan estas revisiones sobre cuentas ya remitidas a la SEC. Se han realizado estudios que apuntan lo siguiente: primero, que estos *restatements* están relacionados con un gobierno corporativo débil y en segundo lugar, que en la detección de estos errores (fraudes, en algunos casos) son más efectivos jugadores «menores» o secundarios en los mercados, como empleados y prensa; Ibídem, 336-7.

[5] «The federal securities laws require publicly traded companies to disclose information on an ongoing basis. For example, domestic issuers (other than small business issuers) must submit annual reports on Form 10-K, quarterly reports on Form 10-Q, and current reports on Form 8-K for a number of specified events and must comply with a variety of other disclosure requirements.

1.1.1 Origen

Tras la implosión bursátil que supuso el Crash del 29, el recién llegado primer gobierno de Roosevelt se puso a trabajar, como ya sabemos, en una ley que regulara los instrumentos financieros[6]. Esta ley (que se convertiría en la Securities Act del 33) en su borrador original, recogía la idea de que las compañías cuyos títulos (o cuya deuda) cotizase en un mercado secundario, deberían formular unos detallados estados financieros, que serían certificados (en cuanto a la veracidad de su contenido) por los consejeros de la sociedad. Estos responderían personal e ilimitadamente de los daños que, en su caso, se causaren a un tercero que se hubiese fiado de la exactitud de los mismos a la hora de decidir realizar su inversión en la sociedad. Tal y como nos dice O´Connor, en alguno de los *hearings*[7] que precedieron a la aprobación de esta ley, los expertos consultados manifestaron que de ser aprobada esa propuesta, los consejos de las sociedades cotizadas quedarían vacíos[8].

En otro de estos *hearings* que tuvieron lugar ante el Senate Committee on Banking and Currency, compareció Arthur H. Carter, presidente de la New York State Society of Certified Public Accountants, y propuso que los estados financieros de cualquier sociedad que cotizase, fueran certificadas por un contable. «After all», aseguró el citado presidente, «eighty-five percent of the companies listed on the New York Stock Exchange already voluntarily underwent outside audits[9]». Su propuesta fue incorporada a la Act del 33 para ello tomaron como modelo algunas de las disposiciones que sobre en esta materia se

---

The annual report on Form 10-K provides a comprehensive overview of the company's business and financial condition and includes audited financial statements. Although similarly named, the annual report on Form 10-K is distinct from the "annual report to shareholders," which a company must send to its shareholders when it holds an annual meeting to elect directors». SEC, http://www.sec.gov/answers/form10k.htm. Y aunque históricamente debían presentarse a su depósito noventa días después del cierre del año natural, en 2005 se aprobaron una serie de modificaciones que, atendiendo a la valoración del *public float*, reducen el plazo hasta los setenta y cinco días siguientes al cierre del ejercicio social para el caso del formulario 10-K, y hasta los cuarenta días en el caso de la información trimestral que ha de depositarse según el modelo 10-Q.

[6] Realizamos esta traducción del término *security* por ser el que aparece en nuestra vigente Ley del Mercado de Valores, tras su modificación por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre (BOE núm.304 de 20 de diciembre de 2007); En cuanto al significado exacto del término security en la SA de 1933, véase Palmiter, *Securities Regulation*, 47.

[7] Dentro del procedimiento legislativo, existe un trámite en el que son llamados a dar su opinión ante el comité del Congreso que está elaborando la ley, expertos en la materia objeto de regulación por la norma en ciernes. En este caso, se trata del Senate Committee on Banking and Currency.

[8] «That the boardrooms of American companies would empty as even the most conscientious directors would refuse to take on the risk of such liability». Sean M. O´Connor, «Be carefull what you wish for: how accountants and Congress created the problem of auditor independence», *Boston College Law Review* 45 (2004): 741.

[9] Ibíd., 742; Véase en el mismo sentido, Shann Turnbull: «The confussion of U.S. and U.K. audit practices». «What´s wrong with corporate governance best practices?», en Baker y Anderson, *Corporate governance*, 86.

encontraban incorporadas a la Ley de Sociedades británica de 1929[10]. El problema fue, en palabras de O´Connor, que lo hicieron: «without a full understanding of the long history and context in which those provisions developed[11]». Es decir, mal interpretando parcialmente las disposiciones que sobre los auditores existían en las sucesivas Companies Act del Reino Unido.

Los auditores (*awdytours*[12], originariamente) en el Reino Unido, comenzaron siendo personas de confianza de los terratenientes primero, y de los accionistas, después. No siendo contables, estaban encargados de fiscalizar los gastos de agrupaciones o asociaciones con cierta autonomía patrimonial. En el caso de las sociedades, estos auditores (que eran los responsables últimos ante las mismas, de la exactitud de sus estados financieros) contrataban a contables que eran pagados con los fondos de la sociedad. Por lo tanto, las auditorías las encargaban los accionistas para controlar las cuentas que formulaba la dirección de la empresa, a través de personas de su máxima confianza: los *awdytours*. Fue en la Company Act británica de 1844, cuando por primera vez se reguló legalmente esta función. A partir de entonces, se fue perfeccionando su configuración. En 1862, aparece regulado un *audit committee*; en 1900 se amplía el número de sociedades que debían auditar sus cuentas, hasta llegar aproximadamente a unas 40.000, y además, se estableció que los auditores fueran nombrados por la junta, la que —sin intervención de la dirección— determinaría también su remuneración. En 1907 se incorpora la obligatoriedad de depositar las auditorias en el Board of Trade (Ministerio de Comercio) británico.

Pero la modificación fundamental fue la realizada por la ley de 1929 (que a su vez fue la que influyó en la Securities Act del 33), en el sentido de que el informe de los auditores dejó de ser exclusivamente para consumo interno de los accionistas —que eran, insistimos, los que elegían, contrataban y pagaban a los auditores— y pasó a ser un documento en el que podía confiar cualquier tercero. Perdió así su particularidad, en cuanto que de ser una actividad realizada para la exclusiva protección de los accionistas, (y por lo tanto, podríamos decir que «privada», ya que solo ante ellos tenían que responder), se convirtió en un documento «público», al cual tendría acceso cualquier ciudadano con interés en la sociedad. Y dado que las Act del 33 y 34, no determinaron de

[10] Government of the United Kingdom, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/386506/comm1Nov29CoAct1929_P1.pdf.
[11] Ibíd., 742.
[12] Coffee, *Gatekeepers*, 109.

manera concluyente quién podía contratar y establecer la remuneración de los auditores, esta responsabilidad recayó finalmente del lado de la dirección y del consejo de la compañía. Por lo que la percepción del auditor, (con respecto a para quién realmente trabajaba y de quién recibía su remuneración), también varió[13]. Además, la inicial separación entre la responsabilidad directa frente al accionista (función originaria de los *awdytours*), y la revisión material de los estados financieros, contratada a unos contables ajenos a los auditores, quedó para siempre superada, ya que ambas labores se atribuyeron a estos últimos.

1.1.2 Situación actual

Como bien sabemos este sector está sumamente concentrado alrededor de cuatro grandes firmas: Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG y PricewaterhouseCoopers, que son conocidas como las «Big Four». Entre ellas realizan el 98 por ciento de las auditorías de las grandes firmas estadounidenses, y a su vez, son perceptoras del 94 por ciento de los ingresos que genera esta industria, junto con los servicios a ella asociados[14].

En las últimas tres décadas se ha producido un importante proceso de concentración ya que en 1986 existían ocho grandes[15]. La razón de esta concentración fue la necesidad de adecuar los recursos de este sector a las necesidades de unas sociedades cada vez más grandes, más internacionalizadas, y con operaciones financieras y fiscales muy complejas; lo cual exigía un equipo humano y una infraestructura tecnológica a la altura de estos nuevos retos. Obviamente, esta concentración abrió el debate sobre la competencia real dentro del sector, sobre todo en lo que a precios y calidad del servicio se refería. Si bien es necesario destacar que del informe del Government

[13] O´Connor «Be carefull what you wish for», 742-824.

[14] United States Government Accountability Office. Report to Congressional Addresses. Audit of Public Companies. «Continued concentration in audit market for large public companies does not call for inmediate action»:

> *Although the market for small public company audits has become much less concentrated since 2002, the continuing concentration in the market for larger public companies limits these companies' auditor choices but does not appear to have significantly affected audit fees. According to our analysis, the largest accounting firms audit 98 percent of the more than 1,500 largest public companies—those with annual revenues of more than $1 billion. In contrast, midsize and smaller firms audit almost 80 percent of the more than 3,600 smallest companies—those with annual revenues of less than $100 million. Larger public companies we surveyed indicated that the industry expertise and technical capability that they sought in an auditor generally meant that their choices were limited to the largest accounting firms*. http://www.gao.gov/new.items/d08163.pdf.

[15] Arthur Andersen, Peat Marwick Mitchell, Coopers & Lybrand, Ernst & Whinney, Price Waterhouse, Arthur Young, Deloitte Haskins & Sells, y Touche Ross.

Accountability Office (GAO), de enero de 2008, se deduce que entre las grandes empresas cotizadas no existe una sensación de que de la concentración se deriven prácticas restrictivas de la competencia. Aunque es cierto que a la mayoría de ellas le gustaría tener más opciones a la hora de elegir a los auditores. Así mismo, el informe añade «while audit firms fees have increased significantly in recent years, many market participants that we interviewed attributed fee increases to additional audit work and expanded accounting and audit requirements and higher costs to hire, train, and retain qualified staff[16]». Además, en el estudio se propuso la posibilidad de que a las cuatro grandes firmas se les obligara a escindirse en dos o más sociedades con el fin de fomentar la competencia, a lo que se contestó, «market participants we spoke with raised concerns that splitting up these firms could reduce their economies of scale and the depth of expertise that currently allow the largest firms to effectively and efficiently audit large companies[17]».

Pero, realmente, lo que supuso un antes y un después en esta industria fue la promulgación de la Sabarnes-Oxley Act. Tradicionalmente, estas empresas se habían auto-regulado[18] a través del American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) el cual determinaba los estándares éticos y profesionales exigidos a sus miembros (conocidos como Generally Accepted Audit Standars o GAAS). Tras los escándalos de Enron[19], Adelphia, Worldcom, y tantos otros, el gobierno aprobó la mencionada ley con el objetivo de modificar totalmente el sistema de control, apostando por una regulación directa de la materia. Así fue. Se creó el Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) para que regulara la industria de la auditoría. Este *board* o consejo, en palabras de Seligman fue «a response to a disciplinary breakdown in self-regulation in the auditing profession[20]». El PCAOB se ideó como un órgano totalmente independiente de la industria a la que regula y para ello sus consejeros son nombrados directamente por la SEC, la cual además, propone y aprueba su presupuesto.

Antes de la SOX, las sociedades de auditoría, eran «auditadas» a su vez por otras firmas del sector. Esta tarea de control «was seen as deficient because it relied on industry

[16] GAO, http://www.gao.gov/new.items/d08163.pdf.
[17] Ibíd., 6.
[18] Joel Seligman, «Should investment companies be subject to a new statutory self-regulatory organization?», *Washington University Law Review* 83, Issue 4 (2005): 1120. En donde realiza la distinción entre *statutory self regulation* que está sometida «to SEC oversight and minimun statutory and regulation requirements» y lo que denomina *industry self-regulation* que no es supervisada por ninguna agencia pública.
[19] Véase Joel Seligman, «No one can serve two masters: corporate and securities law after Enron», *Washington University Law Review* 80, Issue 2 (2002): 449.
[20] Seligman, «Should investment companies be subject»: 1115.

self-policing and because the review was limited to testing control systems and did not examine the full scope of the audit firm´s activities[21]». El nuevo sistema exige que los auditores se inscriban en el registro del regulador (PCAOB) que es el encargado de inspeccionar cada año a las cuatro grandes, y cada tres años a las pequeñas[22]. El *board* tiene, por supuesto, potestad disciplinaria.

Otro aspecto de la SOX que ha sido ampliamente discutido es el contenido de su sección 201, en la que se establece la prohibición de que estas sociedades presten ciertos servicios (no todos), distintos de los propios de auditoría, a sus clientes. Entre ellos se mencionan la llevanza de la contabilidad, el diseño de sistemas de información financiera, la emisión de *fairnes opinions*, consultoría y otros trabajos actuariales y de valoración de activos. Obviamente, estas medidas pretenden reforzar la posición de independencia del auditor, evitando que se pueda ver influenciado al emitir una opinión, por la posibilidad de perder ingresos distintos a los propios de auditoría. Todo ello provocó que disminuyeran drásticamente los ingresos que las «Big Four» percibían por estas actividades «marginales». Pasando de representar en 1975 el 11 por ciento; en 1998 el 45 por ciento, y tras la SOX se redujo hasta el 25 por ciento[23].

Finalmente, esta norma exigió a las compañías que cambiasen cada cierto tiempo de auditor externo, con el objeto de asegurar su independencia y reducir el riesgo de «fagocitación» por el cliente. Aunque la crítica dice que el cambio encarece los procesos, ya que la llegada de un nuevo profesional siempre requiere un mayor esfuerzo inicial, no solo al auditor, sino también a la compañía. Además, la ley exige que dentro de cada firma, rote el socio encargado de la auditoría de la corporation cada cinco años. Por supuesto, la compañía puede en cada junta, no reelegir al auditor; y también puede el auditor renunciar. En ambos casos, se debe informar al mercado a través de la remisión a la SEC de un formulario 8-K, en el que la compañía explicará la razón del cambio del auditor y la firma de auditoría manifestará si está de acuerdo con las razones expuestas por la sociedad.

[21] Public Oversight Board (POB), «The road to reform. A white paper from the Public Oversight Board on legislation to create a new private sector regulatory structure for the accounting profession», (2002). http://www.publicoversightboard.org/White_Pa.pdf.
[22] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 348.
[23] U.S. Departamente of The Treasury, «Advisory Committee on the Audit Profession. Final Report», (2008). http://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/Documents/final-report.pdf. Extenso y completo informe (219 páginas) sobre la situación de la industria de la auditoría. En lo que nos afecta está dividido en tres capítulos sustantivos que titula: «Human capital», «Firm estructure and finance», y «Concentration and competition».

No obstante, la doctrina es pesimista en lo relativo a la verdadera independencia de los auditores, Shapiro ejemplifica esta postura: «auditors cannot be independent of the directors they judge because the legal architecture of anglophone corportions makes this imposible[24]».

1.2 *RATING AGENCIES*

Aunque en 2006, el Congreso aprobó la Credit Rating Agency Reform Act[25], con el objetivo de «improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry» (tal y como podemos leer en la introducción a la misma), lo cierto es que desgraciadamente, y como es bien sabido, no tuvo demasiado éxito. Las *rating agencies* han sido objeto de una despiadada (y merecida) crítica, que sin embargo, no ha tenido los efectos prácticos que hubiéramos podido esperar. Aunque su regulación ha sido objeto de una reciente modificación en agosto de 2014[26], ninguna de estas cooperadoras necesarias en la crisis de las hipotecas *subprime*, ha sido, a nuestro modesto entender, suficientemente sancionada[27].

Es cierto que además, el sistema de negocio que siguen, el «*issuer pays*» (paga el emisor), no deja de generar dudas racionales en cuanto a su la bondad. Todos estos acontecimientos han generado un cierto debate en torno a la idoneidad de que las mismas sean objeto de una mayor regulación.

En síntesis, el origen de estas agencias reside en la dificultad que tiene el prestamista (inversor) de conocer si el prestatario (la sociedad emisora de la deuda) tiene la capacidad para devolver la suma prestada. En muchas ocasiones, aquellos quieren incluso participar o estar presentes en la gestión de la compañía para evitar que una administración incorrecta, ponga en peligro la solvencia de la sociedad emisora, y por lo

[24] Amy Shapiro, «Who pays the auditor calls the tune? Auditing regulation and clients´incentives», *Seton Hall Law Review* 35 (2005): 1095.

[25] SEC, https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf. Esta reforma fue impulsada por la SOX.

[26] «Rating Agencies Reform Rules» de 27 de agosto de 2014, Release No. 34-72936, en SEC, http://www.sec.gov/rules/final/2014/34-72936.pdf.

[27] Véase sanción a Standar & Poors, impuesta por la SEC el pasado 21 de enero de 2015, que en palabras de Andrew J. Ceresney, director de la SEC Enforcement Division: «Standard & Poor's elevated its own financial interests above investors by loosening its rating criteria to obtain business and then obscuring these changes from investors. These enforcement actions, our first-ever against a major ratings firm, reflect our commitment to aggressively policing the integrity and transparency of the credit ratings process». SEC, http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html.

tanto su capacidad para devolver la suma prestada[28]. En palabras del profesor de la New York University, Lawrence J. White: «Credit rating agencies are one potential source of help for piercing the fog of asymmetric information for bonds[29]».

El nacimiento de esta actividad la encontramos al inicio del siglo XX[30]. Tal y como ya hemos comentado en el capítulo I, su surgimiento fue paulatino: John Moody en abril de 1909, Poor´s Publishing Company en 1916, Standard Statistic Company en 1922 y Fitch Publishing Company en 1924, se percataron de la necesidad que existía en el mercado de obtener información sobre las condiciones financieras de los emisores de deuda en general. Es decir, no solo deuda corporativa, sino también la emitida por sociedades públicas, ayuntamientos, estados federados, etc., sobre todo en unos años en los que aún no se habían aprobado las Acts del 33 y 34, y por lo tanto, no existían la homogeneidad ni la periodicidad en la información que finalmente exigieron estas.

Inicialmente, en este negocio se vendía a los inversores la información que estas compañías recopilaban y analizaban. Era, por tanto un modelo «*investor pays*[31]». La crisis iniciada en 1929, y el incesante goteo de quiebras de bancos al inicio de la década de los treinta, hizo que en 1936 se prohibiera a los bancos invertir en *speculative investment securities* de acuerdo con una calificación otorgada por *recogniced rating manuals* (esto es, las agencias de rating existentes). Siendo *speculative* aquellas inversiones que estuvieran por debajo del *investment grade*. Por lo tanto, si los bancos querían invertir en bonos, sólo podían hacerlo en aquellos que, según una agencia de rating, tenían una calificación de, al menos, *investment grade*. Los reguladores de los bancos delegaron en terceros la emisión del juicio de cuándo un bono era apto, o no, para la inversión. Tal y como dice White, estos reguladores invistieron a estas *rating agencies*, con «the force of law» (ibíd., 178). En las décadas siguientes, el mismo camino siguieron tanto los reguladores de los seguros (con respecto a las inversiones que estas compañías tenían que realizar en renta fija), como los de los *pension* y *mutual funs*. En 1975 la SEC también

[28] Véase Douglas G. Baird y Robert K. Rasmussen, «Private debt and the missing lever of corporate governance», *University of Pennsylvania Law Review* 154 (2006): 1209, en donde se analiza el emergente papel que los acreedores están jugando en la gestión de sociedades en crisis, debido a las clausulas que incorporan a sus contratos de préstamo, o que exigen consten en las emisiones de deuda de las compañías. Como bien sabemos en la mayoría de ellas se posibilita que los acreedores cambien la alta dirección de la sociedad y al consejo, algo que, como bien sabemos es difícil para los accionistas.

[29] Lawrence J. White, «Credit rating agencies and the financial crisis: less regulation of CRAs is a better response», *Journal of International Banking Law and Regulation* 25 (2010):175.

[30] Véase Coffee, *Gatekeepers*, 293-8.

[31] White, «Credit rating agencies and the financial crisis»: 177.

lo requirió a los brokers-dealers[32], en relación a las inversiones que debían realizar en bonos, como parte de los requerimientos de colocación diversificada de su capital propio.

La SEC no se encontraba cómoda con las referencias —quizás demasiado vagas— a «*recognized rating manuals*». Así que creó, en 1975, la categoría de «Nationally Recogniced Statistical Rating Agency» (NRSRO), agencias de rating con reconocimiento nacional. Inicialmente solo adquirieron ese estatus inicialmente, Moody´s, S&P y Fitch. Los otros reguladores financieros de los Estados Unidos enseguida secundaron la estela de la SEC, y también adoptaron la categoría de la NRSRO (y las empresas de rating que la integraban) como la fuente de ratings que sus reguladas instituciones financieras (bancos, compañías de seguros, etc.) debían seguir a la hora de elegir la deuda que incorporarían a sus carteras (ibíd., 179). Aunque durante los siguientes veinticinco años la SEC admitió solo cuatro sociedades de rating más, el juego de las fusiones hizo que en el año 2000 su número volviese a ser de tres[33].

Pero realmente, la variación de fondo que, a entender de la doctrina, puso en peligro la independencia y por lo tanto la estabilidad del sistema, fue la transformación del modelo de negocio que, en los años setenta se operó en todas las *credit rating agencies*. Se cambió de un modelo «*investor pays*», a un modelo «*issuer pays*». Es decir, los emisores pasaron a pagar los servicios prestados por estas sociedades, en vez de los inversores, como inicialmente había ocurrido[34]. White apunta cuatro posibles explicaciones: a) en los setenta, se generalizó el uso de las fotocopiadoras, con lo que sus *manuals* podían ser fácilmente copiados, y así perder un gran número de clientes; b) la quiebra de Penn Station conmocionó el mercado de bonos, de forma que los emisores empezaron a pedir *ratings* a estas agencias para demostrar su solvencia, y por lo tanto una más barata y fácil colocación de su deuda; c) se dieron cuenta que sus servicios eran indispensables para la colocación de bonos entre bancos y aseguradoras; d) el negocio de las *credit ratings*, al igual que otros relacionados con la información, es un denominado «*two side market*», en el que los pagos pueden venir de los dos lados del mercado, dependiendo de determinadas circunstancias que finalmente lo inclinen de uno u otro lado (ibíd.,180) .

[32] En la definición dada por la sección 3ª de la Securities Act.

[33] Ibíd., 180. White nos señala que la SEC ha sido muy opaca en la gestión de esta NRSRO y que además nunca ha definido de forma clara los criterios para formar parte de aquella.

[34] Véase John Coffee, «Rating reform: the good, the bad and the ugly». *ECGI*. Working Paper nº 162/2010, (septiembre 2010). En este *paper*, el autor comenta la necesidad de modificar en profundidad la regulación legal de las agencias de rating, especialmente tras el colapso del «*subprime mortage market*» de 2008-2009. Propone que su retribución —la de las agencias— vuelva a su modo original. http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Law.

Tras el colapso de Enron y la aprobación de la SOX (las tres agencias habían mantenido la máxima calificación a la deuda de Enron hasta cinco días antes de su bancarrota), la SEC se vio obligada a abrir un poco la mano y en 2003 y 2005 admitió a dos nuevos miembros (Dominion Bond Rating Systems, y A.M. Best). La falta de claridad en la gestión de estas concesiones, entre otras razones, provocó, que el Congreso aprobara la mencionada Credit Rating Agency Reform Act en septiembre de 2006. En la misma, se conminaba a la SEC a no ser una barrera de entrada a nuevas agencias en el NRSRO, y a determinar qué criterios se seguirían para aceptar o rechazar una petición de incorporación al citado registro. En definitiva, se le exigió mayor transparencia. Como respuesta se autorizaron dos nuevas agencias en 2007 y otra en 2008, por lo que actualmente existen diez *credit rating agencies* en el NRSRO. White aboga por una menor regulación[35], y traspasar la carga de la prueba de la bondad del bono a su emisor, que será quien tenga que convencer a su regulador de que tiene la capacidad para cumplir los compromisos adquiridos.

Consecuencia de la macrocrisis de 2007, fue la aprobación de la Dodd-Frank Act. Y en el articulado de esta (título IX, subtítulo C), existen catorce requerimientos distintos a la SEC, para que regule de forma consistente determinados aspectos del funcionamiento de las *rating agencies*. En concreto, con la aprobación de estas nuevas rules, la SEC pretende «enhance governance, protect against conflicts of interest, and increase transparency to improve the quality of credit ratings and increase credit rating agency accountability». Específicamente, menciona los siguientes asuntos: «new requirements for NRSROs address internal controls, conflicts of interest, disclosure of credit rating performance statistics, procedures to protect the integrity and transparency of rating methodologies, disclosures to promote the transparency of credit ratings, and standards for training, experience, and competence of credit analysts. The requirements provide for an annual certification by the CEO as to the effectiveness of internal controls and additional certifications to accompany credit ratings attesting that the rating was not influenced by other business activities».

Veámoslos con un poco más detalle:

[35] White, «Credit rating agencies and the financial crisis»: 192. Donde argumenta que más transparencia podría significar: a) erosionar la propiedad intelectual de las agencias (sus métodos y sistemas matemáticos de análisis) y por lo tanto afectar a la inversión en este sentido; b) más regulación normalmente significa más gastos; y c) una mayor regulación será disuasoria con respecto a otras compañías que quieran adquirir la categoría de NRSRO.

(I) Factores que una sociedad del NRSRO debe de tener en consideración cuando establezca, gestione, documente y se obligue con una estructura (propia) de control interno. Entre otros, señala: que las nuevas metodologías utilizadas en la preparación de las calificaciones o ratings otorgadas a los instrumentos financieros analizados, sean debidamente testadas por expertos independientes; que se permita el acceso al público en general a la nueva metodología utilizada, debiendo tenerse en cuenta los comentarios que se realicen a estos efectos; que esta nueva metodología sea periódicamente revisada; idear controles para que la actualización de los antiguos modelos cuantitativos y los nuevos modelos propuestos para ser incorporados a la metodología, sean evaluados y testados antes de su puesta en marcha; la existencia de controles razonablemente designados eficaces para que una NRSRO que inicia el análisis de deuda, acciones, o cualquier otro activo del mercado financiero, tenga la suficiente capacidad, acceso a información y recursos, como para «calificar» el tipo de activo objeto de examen.

(II) Es necesario enviar un informe anual sobre la efectividad del control interno del NRSRO a la SEC.

(III) Se tratan de evitar los conflictos de interés entre las personas que realizan los ratings o calificaciones, y los responsables de ventas y marketing que tienen como objetivo laboral, precisamente, la venta de los servicios de estas compañías.

(IV) *Look-back review*. Destinada a analizar la posibilidad de si la expectativa de empezar a trabajar, o aumentar el volumen de trabajo con un cliente determinado, ha podido tener influencia en la calificación que se otorgó a la deuda del mismo. Si esto es así, la calificación deberá ser revisada.

(V) Publicidad de las estadísticas de calificación emitidas por las diferentes sociedades con calificación NRSRO, con el objeto de poderlas evaluar y comparar.

(VI) Publicación de las historias de calificación de la deuda sobre la que trabajan, con mención expresa a las revisiones al alza o a la baja que en su caso propusieran, así como la fecha en la que se realizaron. El objetivo es que los usuarios puedan ver, con perspectiva, la evolución en la calificación de una deuda, así como las fechas en la que fue modificada y puedan determinar cuál de ellas ha estado más acertada.

(VII) La metodología aprobada, incluidos los modelos cuantitativos y cualitativos de datos, deben ser aprobados por el consejo, y estar diseñados y desarrollados por expertos.

(VIII) Se exige que con la entrega de la «calificación» la *credit agency* publique un modelo, con cierta información cuantitativa y cualitativa, relativa a la misma. Así mismo,

deberá publicar cualquier certificación entregada por terceros, en el caso de que haya subcontratado los servicios de *due diligence*, de algunos aspectos de la actividad de la emisora de la deuda.

(IX) En el caso de un emisor, o asegurador de un Asset-Backed Security (ABS), ha de hacer públicos, los descubrimientos y conclusiones de cualquier *due diligence* emitido por un tercero, en relación al emisor o asegurador.

(X) Requiere al tercero que realiza una *due diligence* a una empresa que emite un asset backed security (ABS), a proveer de una certificación escrita con los resultados de la misma, a cualquier NRSRO que realice una calificación de deuda de la emisora. La Comisión deberá establecer la forma y extensión de estas certificaciones.

(XI) Se exige que las agencias garanticen que sus analistas, están formados, y tienen la experiencia y competencia necesaria para realizar calificaciones exactas.

(XII) La necesidad de revisar los símbolos que determinan las diferentes calificaciones, así como determinar políticas y procedimientos que tengan como objetivo la fácil comprensión de los mismos.

Por todo lo aquí expuesto, y por lo vivido estos últimos años, entendemos que el lector se habrá percatado de la directa incidencia que estas *credit rating agencies* tienen sobre el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, así como de la necesidad de una revisión más en profundidad de su régimen jurídico que permita la desaparición de los conflictos de intereses que en la actualidad ensombrecen su necesaria existencia.

1.3 MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO

Un correcto sistema de gobierno corporativo, no solo supone la existencia de un consejo de administración independiente y preparado, de un auditor externo incisivo, eficaz y competente, e incluso de una *rating agency* libre de conflictos de intereses y certera en sus calificaciones; sino que integra cualquier otro mecanismo que influya en la correcta actuación de la dirección en interés de los accionistas[36].

En ocasiones, la dirección y el consejo pueden ser sustituidos como consecuencia de la llegada de una nueva mayoría accionarial a la sociedad. En teoría, este cambio solo tendrá sentido cuando el valor de la compañía para los nuevos propietarios, restándole los costes de transacción asociados a ese cambio, sea mayor que el valor de la compañía para los dueños actuales. Cuando esto ocurre, el posible adquiriente tratará de hacerse con la

[36] Ibíd., 361.

sociedad, ya que pensará que es capaz de obtener un rendimiento económico superior al que obtienen los actuales gestores[37]. A esta idea se le denomina de forma general «*market for corporate control*[38]».

Ya en 1965, Manne lo definía como «the lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the takeover becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently[39]». La doctrina actual entiende que el «*market for corporate control*» consiste en fusiones, adquisiciones y reorganizaciones[40]. A su vez las *takeover offers* (oferta de adquisición), pueden estar estructuradas en tres formas básicas: fusión, oferta pública y *proxy contest*[41].

Para Macey este mercado es «a pure market process…simple risk arbitrage on a very grand scale…[42]on efficient capital markets, poor performance is hard to hide». Este autor se fundamenta en el masivo número de estudios empíricos que han encontrado de manera uniforme y unánime, que sin perjuicio del período de tiempo y forma de adquisición, existen retornos positivos estadísticamente significativos y anormales, en las inversiones de accionistas en compañías que hayan sido objeto de oferta de adquisición[43]. Por lo que deduce que son razones políticas y no la teoría económica, las que explican las trabas regulatorias que en los Estados Unidos impiden el desarrollo de este mercado[44]. Siguiendo su pensamiento, estos obstáculos de índole político son: las asociaciones de

[37] Como ya hemos expuesto, en el corporate law de los Estados Unidos, totalmente impregnado por los efluvios del Análisis Económico del Derecho, es natural que cada propuesta normativa esté acompañada de un estudio económico que la justifique. Pues bien, podemos decir que este campo del Derecho de Sociedades es el que, sin duda, presenta un mayor número de estudios, trabajos e investigaciones prácticas, como declara Michael Barzuza, «*Antitakeover law… is one of the most heavily researched, debated, and litigated areas in corporate law*». «The state of state antitakeover law», *Virginia Law Review* 95 (2009): 1973.

[38] Véase el capítulo VIII, del libro de Roberta Romano, *Foundations of corporate law* (New York: Oxford University Press, 1993): 488.

[39] Henry G. Manne, «Mergers and the market for corporate control», *Journal of Political Economy* 73 (1965): 110; «The basic proposition advanced in this paper is that the control of corporations may constitute a valuable asset; that this asset exists independent of any interest in either economics of scale or monopoly profits; that an active market for corporate control exists; and that a great many mergers are probably the result of the successful workings of this special market». Ibíd., 112.

[40] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 362.

[41] Cfr. Manne, quien señalaba los *proxy fights*, *direct purchase* y *mergers*, decantándose por estas últimas como «the most efficient of the three devices for corporate take-overs». «Mergers and the market for corporate control», 114-9.

[42] Macey, *Corporate governance. Promises kept, promises broken*, 118-20.

[43] Roberta Romano, *Foundations of corporate law*. (New York: Oxford University Press, 1993), 230, en Macey, *Corporate governance. Promises kept, promises broken*, 118.

[44] Así es, fue la confluencia de muchos intereses, los de los managers (que no querían verse despedidos por los nuevos propietarios), los de los trabajadores (que asociaban —y con razón— una OPA al cierre de un centro productivo, o al menos al despido de trabajadores), los propios Estados (que temían la deslocalización de empresas estratégicas al ser compradas); los que finalmente impusieron su peso, e hicieron que los Legislativos de muchos de los estados, limitaran legalmente la posibilidad de que las sociedades incorporaran a sus estatutos este tipo de cláusulas.

managers organizados alrededor de la *business roundtable*, los sindicatos de trabajadores y los fondos de pensiones. En definitiva, para este profesor, la aparición de las *hostile tender offer* en los sesenta, puede ser considerado como la mayor innovación en la historia del gobierno corporativo[45].

Las adquisiciones pueden ocurrir por razones estratégicas: *financial synergies*, *diversification*, y *change in ownership*; o no estratégicas: *empire building*, *hubris*, *herding behavior*, y *compensation incentives*[46].

Los motivos por los cuales el órgano de administración de una sociedad *target* puede oponerse al cambio de propiedad en la misma son de todo tipo. Desde las financieras y estratégicas, hasta el denominado *management entrenchment*, es decir, cuando la dirección de la sociedad adopta medidas con la finalidad de retener su posición y blindarse al mercado de control. En este último caso, se produce un serio problema de agencia, ya que a través de esta actitud se pueden estar lesionando los intereses de los accionistas, para quienes sí puede resultar beneficioso poder vender sus acciones con una prima interesante. Será el consejo el que atendiendo a los intereses de los accionistas (nuevamente el SHWM) tendrá que estudiar las propuestas recibidas.

Con el objeto de articular la defensa de una determinada composición del accionariado de una corporation, la práctica legal, a requerimiento del management, ha ido elaborando una serie de cláusulas estatutarias que tenían —y tienen— como objetivo el mantenimiento del status quo societario. Bainbridge realiza la siguiente clasificación de este tipo de cláusulas: a) s*hark repellents*: son una modificación de los estatutos de la sociedad que tienen como objetivo disuadir a potenciales adquirientes. Dentro de estos, cita normas relacionadas con el consejo de administración y con mayorías reforzadas exigidas para la adopción de determinados tipos de acuerdos; b) *poison pills*: centradas en los derechos que otorgan determinado tipo de acciones a su titular; c) *dual class stock* y d) *other defenses*, entre las que cita: *pre-offer planning*, *early warning systems*, *defensive acquisitions*, *stock repurchases* y *lock-ups*[47]. Comentaremos los aspectos más relevantes en relación al objeto de esta Tesis.

1.3.1 Las *poison pills*

[45] Ibíd., 121.
[46] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 365.
[47] Véase Stephen Bainbridge, *Mergers and adquisitions*, 3ª ed., (New York: Foundation Press, 2012), 248.

La medida más común es la denominada «poison pill[48]», también conocida como «*shareholder´s rights plan*[49]». Aunque no muchas sociedades lo recogen en sus estatutos, puede ser implantada en cualquier momento. Entre 2002 y 2007 se redujo a la mitad las sociedades que contaban en sus estatutos con estas cláusulas, debido sobre todo a la presión de los inversores institucionales[50]. Es necesario mencionar que son realmente efectivas, ya que las sociedades que las incorporan son dos veces más eficaces en derrotar «asaltos» a su accionariado que las que no las tienen.

Las poisons pills consisten en la autorización a los accionistas de una sociedad para que suscriban acciones de la compañía con un importante descuento (obviamente, previa su emisión por la misma), para el caso de que un ofertante hostil supere un determinado umbral (normalmente, entre un 15 y 20 por ciento del capital social). Por supuesto, este derecho no lo tiene el ofertante no deseado. Como variante más elaborada se desarrolló la denominada «*flip-over provision*». En síntesis, se trata de la emisión de una serie de acciones convertibles y privilegiadas (*convertible preferred stock*), que la sociedad entrega a sus accionistas comunes como un dividendo en especie (o como una ampliación de capital liberada). Lo que hace que estas acciones se conviertan en una poison pill es su derecho de conversión recogido en el acuerdo de emisión. Según esta estipulación, si una sociedad comprara más de un determinado porcentaje del capital en circulación de la compañía (el antes mencionado), y luego se fusiona con ella, los titulares de estas *preferred shares* pueden convertirlas en acciones comunes de la sociedad adquiriente o absorbente a una ratio extremadamente favorable (por ejemplo, la mitad del valor en el mercado de la acción del adquiriente). Obviamente, los estatutos y bylaws tienen que autorizar al consejo a emitir este tipo de acciones sin necesidad de tener que solicitar la autorización de la junta (si fuera así, quizás la sociedad adquiriente ya con una mayoría importante en el capital, podría impedirlo). Finalmente, en el acuerdo de emisión también se determina que, en todo caso, el consejo tendrá la facultad de rescatarlas durante un periodo de tiempo determinado, a un precio simbólico. Esta previsión resulta aplicable en los casos en los que finalmente se apoya la entrada del adquirente[51].

[48] «Lenox adopted the first poison pill in 1983», ibíd., 239; «The poison pill defense was first used in 1982 by General American Oil to prevent a hostile takeover by T. Boone Pickens. The defense was ruled legal in 1985 by the Delaware Supreme Court and subsequently has been imitated by numerous other firms». Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 376

[49] Ibíd., 239, «The pills official name is the shareholders right plan».

[50] Véase página web de Georgeson Inc., una consultoría cuyo objeto social es proporcionar «shareholder consulting services to corporations and shareholder groups», http://www.computershare-na.com/sharedweb/georgeson/acgr/acgr2007.pdf.

[51] Gevurtz, *Corporation law*, 706.

1.3.2 Límites a la utilización de las cláusulas por parte del consejo

Un problema diferente es determinar cuál es, si es que existe, el límite que los consejeros no pueden sobrepasar en la puesta en práctica de estas defensas. En estos casos, es posible que el órgano de administración se encuentre con una demanda de algunos accionistas que entiendan que han infringido sus deberes de lealtad (*fiduciary duties*) para con ellos. Pero antes de entrar en ello, es necesaria una somera descripción del estándar de diligencia exigido a los consejeros y directivos en el ejercicio de sus funciones de gestión de la sociedad. Este patrón o pauta de diligencia exigible, tiene su origen hace más de ciento ochenta años («Percy contra Millaudon»[52]). La idea es que los tribunales deben «contenerse» a la hora de declarar responsables a los consejeros por decisiones de gestión que pueden producir pobres o malos resultados, o con las que una persona razonable podría estar en contra[53]. Se le denominó la *business judgement rule* (o norma con que juzgar las decisiones de negocios o gestión). Es este un concepto que lógicamente ha hecho correr ríos de tinta y sobre el cual la doctrina no ha sido capaz de ponerse de acuerdo, no existiendo tampoco una única definición jurisprudencial. Citando la sentencia «Miller contra American Telephone & Telegraph Co.» (1974), recogida por Gervutz (ibíd., 287) en su manual de Derecho de Sociedades, «the sound business judgement rule…expresses the unanimous decision of American courts to eschew intervention in corporate decision making if the judgement of directors and officers is uninfluenced by personal considerations and is exercised in good faith…underliying the rule is the assumption that reasonable diligence has been used in reaching the decision which the rule is invoked to justify».

Realmente, la posición de los consejeros y directivos estadounidenses está mucho más protegida que la de sus homólogos europeos. En efecto, la afirmación —continúa Gervurtz— de que los tribunales no interferirán o escrutarán las decisiones de los consejeros y directivos en tanto que: a) procedan con una diligencia razonable, b) no incurran en un conflicto de intereses, y c) actúen de buena fe; es lo mismo que decir que los consejeros y directivos no serán responsables de sus decisiones a menos que exista una razón específica para hacerlos responsables o incumplan sus deberes de diligencia (debe acreditarse que actuaron negligentemente) y lealtad.

[52] University of New Orleans, http://libweb.uno.edu/jspui/handle/123456789/15028.
[53] Gevurtz, *Corporation law*, 286.

Esta posición de fuerza, e incluso exclusión de los principios generales de responsabilidad contractual y extracontractual que rigen en los Estados Unidos, al existir esta norma exclusivamente para ellos, nos puede hacer reflexionar sobre si este cierto grado —entiéndasenos bien— de «impunidad» no podría tener su consecuencia en una mayor libertad de interpretación del fin que la sociedad debe pretender. En definitiva, si en la persecución de los fines de la sociedad, los consejeros podrían tomar en consideración los intereses de otros constituencies distintos de los accionistas. Pero esta posibilidad, como ya sabemos, también ha sido absolutamente limitada (ibíd., 315-22). Gevurtz, de nuevo en relación con las sentencias que luego analizaremos y relacionadas con estas medidas «to prevent corporate takeovers», ya nos dice que las mismas han dejado la ley de Delaware «less than entirely clear» (ibíd., 323). En efecto, en Unocal se determinó que, al tomar la decisión de oponerse a una *takeover bid* los consejeros podían considerar el impacto de la oferta en constituencies distintos a los accionistas. Pero nueve meses después en Revlon, el mismo tribunal rechazó este argumento como fundamento para inclinarse por una oferta sobre otra cuando hay dos ofertas competidoras (en este caso dijo que había que elegir la económicamente más favorable al accionista). En Revlon se dice que esta posibilidad, es decir, la de alegar que se favorece a otros constituencies, solo podrá tenerse en cuenta, cuando también existan beneficios relacionados que favorezcan a los accionistas.

A la hora de analizar cuál ha sido la evolución jurisprudencial a este respecto, y al estar más de la mitad de las compañías cotizadas domiciliadas en Delaware, es lógico que nos centremos en lo que los tribunales de este Estado han determinado y que, por otro lado, tiene una obvia influencia en el resto del territorio de la Unión[54]. Esta posición podemos resumirla en dos premisas: (I) aunque la responsabilidad del consejo y la dirección en la gestión diaria de la sociedad está formulada de acuerdo al estándar del *business judgement rule*; en el caso de situaciones de cambio de control de la sociedad, estos están sometidos a unos deberes más estrictos para con los accionistas y la propia sociedad, de acuerdo con lo dispuesto en las sentencias Unocal, Revlon y Blasius; y (II) aunque los tribunales de Delaware autorizan el uso de las clásicas poison pills, no admiten la utilización de sus versiones más extremas como es el caso de las «*dead hand*» y las «*slow hand pills*[55]».

[54] Véase Roberta Romano, «Competition for corporate charters and the lesson of takeover statutes», *Fordham Law Review* 61 (1993): 843.
[55] Barzuza, «The state of state antitakeover law»: 1975.

En concreto, el agravamiento de la responsabilidad de consejeros y directivos señalado en la premisa (I) (que, insistimos, en caso contrario, les hubiera exonerado de responsabilidad siempre y cuando hubieran tomado las decisiones de buena fe y con la adecuada información) se ha construido sobre la base de las tres diferentes situaciones, en las que normalmente se utilizan las medidas «anti-adquisición». Así es, cuando el consejo y la dirección reciben una oferta, y solo usan tácticas para permanecer independientes, es aplicable la doctrina Unocal. Cuando tratan de evitar la oferta, pero vendiendo a otro comprador o «*white knight*» se aplica la doctrina contenida en el asunto Revlon. Y finalmente, cuando defienden la independencia de la sociedad, a través de la modificación de los derechos de voto de los accionistas, se aplica un estándar aún más exigente tal y como se desprende de la sentencia Blasius. En las próximas líneas lo expondremos con mayor detalle:

a) Unocal[56]. En este caso, cuando los accionistas reciben una oferta para adquirir sus acciones, lógicamente con una prima o sobre precio sobre su cotización en bolsa, puede ser que la dirección trate de bloquear la oferta (probablemente contra la opinión de algunos de los accionistas que estarían encantados de vender con esa prima), argumentando que la valoración a largo plazo de la acción es superior al precio ofrecido. En este caso, solo se autoriza la utilización de las tácticas defensivas cuando la dirección pueda demostrar que la propia oferta en sí, supone una amenaza razonable que afectaría a la política estratégica a largo plazo de la compañía, y que la medida defensiva propuesta sea proporcional a la amenaza.

Realmente fue en la sentencia Moran[57] en la que formalmente se aprobó el uso de las poison pills; aunque invalidó, como ya hemos mencionado, las variantes más extremas de la misma denominadas «*dead hand pill*» y la «*slow hand pill*», por entender que eran contrarias a los deberes fiduciarios de la dirección y exceder sus facultades[58].

Aplicando esta doctrina a la sentencia «Paramount Communications contra Time[59]», un sector de la doctrina, tal y como señala Barzuza[60], entendió que la sentencia

[56]«Unocal Corp. contra Mesa Petroleum», University of Illinois, http://www.law.illinois.edu/aviram/Unocal.pdf.

[57] Véase David Ronald Ellin , «The poison pill warrant - apothecary and antidote: Moran v. Household International, Inc.», *Depaul University* 36 (1987): 413.

[58] En relación con la primera: «limits the redemption of the pill only to continuing directors (or their approved successors)»; y la segunda: «(which is sometimes referred to as the "no hand" pill) makes the pill non-redeemable and non-amendable for a certain period of time». Bazurza, «The state of state antitakeover law»: 1982.

[59] «Paramount Communications contra. Time », https://h2o.law.harvard.edu/cases/2966.

[60] Bazurza, «The state of state antitakeover law»: 1982.

permitió a la dirección «just say no» (simplemente oponerse a la misma sin necesidad de argumentar ningún tipo de razón), y que, por lo tanto, suponía una dulcificación de la diligencia exigida en el uso de estas medidas, así como una equiparación al estándar requerido por la *business judgement rule*. En efecto, la sentencia concluyó que el consejo «was not obliged to abandon a deliberatily conceived corporate plan for a short-term shareholder profit unless there is clearly no basis to sustain the corporate strategy[61]». Sin embargo, esta sentencia, debido a las especialísimas circunstancias del supuesto que enjuiciaba, fue objeto de una razonamiento muy específico[62], no aplicable por lo tanto, a casos distintos al por ella juzgado.

b) Revlon[63]. En ciertas ocasiones y por diversos motivos, la opción de la independencia, no es posible o resulta demasiado costosa. En este contexto, el consejo tratará de buscar una nueva oferta que supere la primera, con el objeto de beneficiar a los accionistas. Es por ello que, los tribunales de Delaware, no admiten la elección de la oferta más baja, con el argumento de una mejor perspectiva en el largo plazo (y que beneficia, como antes hemos dicho, a otros constituencies además de los accionistas). Por lo tanto, y citando al tribunal, si la venta o partición de la compañía es inevitable, el papel del consejo cambia «from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company[64]».

c) Blasius[65]. En este caso se enjuicia la táctica utilizada por la dirección, cuando afecta al derecho de voto de los accionistas, con el objeto de evitar la utilización por el oferente de la «*proxy machinery*». Los tribunales exigen que se justifique de manera convincente el motivo por el que se priva a los accionistas de parte de sus derechos. En el

[61] «Paramount Communications contra Time ».

[62] Véase J. Mark Ramseyer, *Corporate law stories* (New York: Foundation Press, 2009), 295. Realiza una exposición detallada de los hechos que motivaron la demanda y al final, la sentencia: Time Inc., empresa propietaria de las revistas Time y Fortune, así como de canales de televisión (como HBO) y distribuidoras cinematográficas como es Cinemax, llegó a un acuerdo de fusión con Warner Comunications, sobre la base de un cambio o permuta de acciones entre ambas compañías. Este acuerdo daría a los accionistas de Time el 38 por ciento de la nueva compañía. Con el objeto de evitar las interferencias de otros posibles interesados, el acuerdo incluía una cláusula en virtud de la cual, Time no tendría en consideración propuestas de otros interesados. En esta situación, Paramount realizó una oferta por Time. Esta última y Warner reaccionaron modificando las condiciones financieras de la fusión, con el objeto de que no fuese necesaria la aprobación de la misma por los accionistas de Time. Aunque el tribunal de instancia avaló la postura del consejo de Time de no negociar con Paramount, ya que a los accionistas de Time no se les iba a privar del control de la nueva compañía, (tanto los accionistas de Warner como los de Time lo serían de la nueva sociedad). Paramount alegó que era obligación de la dirección de atender una oferta más ventajosa para los accionistas, como era la suya. El Tribunal Supremo ratificó la sentencia apelada pero con distinta justificación: ya que Time no iba a desgajarse, no era necesario el buscar el precio más alto por ella.

[63] «Revlon contra MacAndrews & Forbes Holding», véase en versión resumida http://www.law.illinois.edu/aviram/revlon.pdf.

[64] 506 A. 2d 173, 182 (Del. Supr. 1986). En Barzuza, «The state of state antitakeover law»: 1986.

[65] «Blasius Indus contra Atlas », véase en versión resumida http://www.law.illinois.edu/aviram/Blasius.pdf.

caso Blasius, el tribunal rechazó la actuación del consejo «on the ground that it had not met its burden to show a compelling justification for the action[66]». Concretamente, el consejo había incrementado el número de sus integrantes, hasta el máximo permitido por los bylaws, para luego poder nombrar a consejeros afines con anterioridad a la junta general de accionistas. Dado que el consejo era un *staggered board,* los «insurgentes» no pudieron hacerse con el control del consejo en una sola elección.

1.3.3 *Dual class shares*

El sistema societario estadounidense se caracteriza por la existencia de varias clases de acciones, cada una de ellas con derechos diferentes. La más común de ellas es la denominadas *dual class shares*. Es el caso de una sociedad con dos clases de acciones, clase A y clase B, normalmente con los mismos derechos económicos, pero una de ellas con ciertas peculiaridades políticas. Las acciones clase B, o bien: a) no son transmisibles, o b) pueden ser convertidas en acciones clase A si se quieren transmitir, o c) sus acciones otorgan un número de votos por acción muy superior al de la otra clase. Esto permite a los socios o familias fundadoras mantener el control político de la sociedad. Realmente, se trata de una materia competencia de los Estados, y en las legislaciones de estos, salvo pacto en contrario, se opta comúnmente por la regla de una acción un voto. Pero insistimos, salvo pacto en contrario. En el caso de que una compañía decidiera la emisión de estas *dual class shares,* lo habitual era que no cotizase en bolsa.

Ahora bien, con motivo de la presión de los inversores institucionales, la SEC aprobó en 1988, la rule 19c-4 que prohibía la cotización, en cualquiera de los mercados de los Estados Unidos, de las acciones que alteraran el principio de una acción un voto[67]. Pero esta norma fue recurrida por la Business Roundtable alegando que era una materia competencia de los Estados. El tribunal (D.C. Circuit) estimó la demanda y la rule nunca entró en vigor. La SEC no recurrió la sentencia ante el Tribunal Supremo, en su lugar utilizó lo que ha sido denominado «*raised eyebrow power*»; es decir, su enorme influencia sobre los mercados. Tal y como señala Bainbridge, su entonces presidente Arthur Levitt «encouraged the three principal domestic securities exchanges…to adopt a uniform voting

[66] Barzuza, «The state of state antitakeover law»: 1987.

[67] En concreto esta norma estipulaba, «prohibiting the exchanges from listing, or continuing to list, the securities of any issuer that issues any class of security, or takes other corporation action , with the effect of nullifying, restricting or disparately reducing the per share voting rights of the issuer´s existing stockholders», https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.19c-4; Véase Stephen Bainbridge, «The short life and resurrection of SEC Rule 19c-4», *Washington University Law Quarterly* 69 (1991): 565.

rights policy essentially traking rule 19c-4[68]». A pesar de todo ello, lo cierto es que a día de hoy las sociedades con esta clase de acciones, pueden cotizar tanto en el NYSE[69] como en el NASDAQ[70], siempre y cuando las mismas existieran con anterioridad a su salida a bolsa o IPO.

Existen estudios que afirman que el 6 por ciento de las sociedades que cotizan en los Estados Unidos (representando el 8 por ciento de la capitalización bursátil de este país) tiene *dual class shares*[71]. De entre estas, el 85 por ciento sigue el mismo patrón: una clase de acciones que no cotiza y que otorgan a sus titulares diez derechos de voto y otra clase que cotiza y otorga un voto por acción. Los *insiders* (titulares de acciones clase A), de media retienen un 60 por ciento de derechos de voto y un 40 por ciento de los derechos sobre el cash-flow. Estas *dual class shares* son creadas en el momento de la salida a bolsa de la sociedad, en la IPO (ibíd., 3). Así mismo, eran las empresas de comunicación, las de servicios, y las editoras, las que tenían un mayor número de *dual class shares* en el año 2001. En este tipo de empresas, se pretender buscar (y en su caso, el socio mayoritario está dispuesto a sacrificar algo del valor de la empresa) mantener un control que, por ejemplo, garantice la independencia o una línea editorial determinada[72].

En otro interesante trabajo[73], se concluye que estas sociedades con un componente anti-OPA tan relevante como es esta doble clase de acciones, tienen una estructura de gobierno corporativo distinta a aquellas que tienen una sola clase. En concreto, estos autores sostienen que la existencia de varias clases de acciones conlleva provisiones estatutarias que facilitan la convocatoria de juntas a los accionistas, no suelen incorporar poison pills, ni cuentan con *staggered boards* y recogen el sistema de voto acumulativo (lógicamente, y esto lo añadimos nosotros, porque tienen garantizado, precisamente por el juego de acciones con voto plural, el control total de la compañía). Sin embargo, sus consejos cuentan con menos independientes, aunque en casi todas ellas el puesto de CEO y el de presidente recae en personas distintas[74].

[68] Bainbridge, *Mergers and adquisitions*, 248.
[69] Sección 313, NYSE, http://nysemanual.nyse.com/lcm/.
[70] Sección IM- 5640, NASDAQ, http://nasdaq.cchwallstreet.com/.
[71] Paul A. Gompers, Joy Ishii y Andrew Metrick, «Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States», http://ssrn.com/abstract=562511(2008), 1.
[72] Ibíd., 11.
[73] Ting Li y Nataliya Zaiats, «Corporate governance of dual class firms», (2012). Institute of Financial Studies. Southwestern University of Financial and Economics. http://ifs.swufe.edu.cn/upload/data/201207/6141058505008b9f38732c.pdf.
[74] Ibíd., 17.

Como cabía esperar, las organizaciones que representan a los inversores institucionales[75], los propios inversores institucionales y los *proxy advisory firms*[76], están absolutamente en contra de esta práctica. No obstante, en los dos últimos años[77], y tanto en relumbrantes IPOs (como es el caso de Alibaba), como en renombrados activistas[78], y consultorías de primer orden[79], se ha dejado de demonizar esta práctica. De hecho, el estudio al que nos hemos referido anteriormente[80], documenta como las sociedades que han emitido dos clases de acciones, tienden a alcanzar un valor bursátil superior. Recordemos que sociedades como Ford, UPS, Google[81], Facebook, Linkedin, Comcast, Groupom y Zynga, tienen todas ellas *dual class shares*, sin que su existencia haya condicionado, ni la demanda de sus títulos cuando hicieron la IPO para «salir» a bolsa, ni la valoración de la acción con posterioridad[82].

[75] Véase Council of Institutional Investors, http://www.cii.org/dualclass_stock.

[76] Véase *Wall Street Journal*, http://online.wsj.com/public/resources/documents/facebook0214.pdf. Publicación del Institutional Shareholder Service de fecha 13 de febrero de 2012, titulado «The tragedy of the dual class commons», en la que se realiza una despiadada crítica la existencia de esta dualidad en las IPOs de Linkedin, Groupon, Zynga, y Facebook.

[77]Véase *Financial Times*, http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6b5f1726-fb99-11e3-aa19-00144feab7de.html#slide0, donde se recoge el dato del incremento de la emisión de estas dos clases de acciones en los últimos años: «In fact, the proportion of US companies that employ dual-class structures has increased from 6.8 per cent of the Russell 3000 index two years ago to 8.9 per cent now, according to Institutional Shareholder Services».

[78] Véase CNBC, http://www.cnbc.com/id/102002224#, como Bill Ackman, famoso activista, gestor de agresivos *hedgefunds*, y azote de consejos de administración, a la hora de preparar la salida a bolsa de su propia empresa gestora de fondos —Pershing Square Holdings— opta por la emisión de dos clases distintas de acciones. Una clase «ordinaria» que sería vendida en bolsa, y otra integrada por acciones de voto múltiple que serían suscritas por una organización sin ánimo de lucro en Canadá (precisamente para evitar determinados límites que a las comisiones de gestión de fondos impone la legislación de los Estados Unidos.

[79] Véase *The Wall Street Journal*: http://deloitte.wsj.com/riskandcompliance/2014/04/09/dual-class-share-structure-weighing-the-risks-and-rewards/. Los profesionales de Deloitte no descartan radicalmente la existencia de *dual class-shares*. Entienden que es una posibilidad legal digna de estudio, aunque proponen limitar sus efectos reconvirtiéndolas en las denominadas por la práctica de aquel país «*sunset provisions*». Es decir, emisión de dos clases de acciones que, en un plazo preestablecido, o cuando se alcancen determinados resultados financieros, las «*supermajority shares*» se convertirán en ordinarias.

[80] Li y Zaiats, «Corporate governance of dual class firms», 17.

[81] En el caso de la IPO de Google, en 2004, los accionistas titulares de la clase A, podían emitir un voto por acción; mientras que los titulares de la clase B, —el presidente y CEO, Eric Schmidt, y los fundadores Larry Page y Sergey Brin— podían emitir diez votos por acción. Esto significa que mientras que la clase B suponía el 31.3 por ciento de las acciones, los tres mencionados accionistas, conjuntamente podían emitir el 66.2 por ciento de los votos. Tian Wen, «You can´t sell your firm and own it too: disallowing dual-class stock companies from listing on the securities exchanges », *University of Pennsylvania Law Review* 162 (2014): 1498.

[82] Cfr. Ibíd., 1495. Para este autor, por el contrario, la existencia de este tipo de acciones facilita la distracción del patrimonio social en beneficio del management y accionistas mayoritarios. Esta afirmación la realiza sobre la base de los estudios realizados por Ronald W. Masulis, Cong Wang y Fei Xie, «Agency problems at dual-class companies», *Journal of Finance* 64 (2009): 1715.

1.4 *INITIAL PUBLIC OFFERINGS* (IPO)

Aunque académicamente a estas ofertas de venta de acciones, se les ha atribuido el propósito de captar fondos para la sociedad[83], lo cierto es que, y en lo que a nosotros nos interesa, tienen también una transcendencia importante para el gobierno corporativo. La compañía que solicita los fondos se tiene que «desnudar» ante los inversores. Será objeto de un concienzudo análisis por parte de bancos de inversión, agencias de rating, analistas financieros, equipos jurídicos y auditores. Además, se procede a realizar un *due diligence* por parte de los aseguradores y colocadores de la operación, para evitar cualquier responsabilidad, en el caso de que el activo financiero colocado no responda o incumpla algunas de las afirmaciones contenidas en el acuerdo y prospecto de emisión. Como nos dice Macey, «the securities law protects underwriters and placements agents who exercise "reasonable care" and did not know or could not have known of such violations» (ibíd.). Para ello, los agentes intervinientes en la colocación no pueden simplemente confiar en la documentación y afirmaciones que realiza la dirección de la sociedad, sino que tendrán que realizar una labor de contraste e investigación[84]. En resumen, cada vez que realizan una colocación de activos financieros, las compañías se someten a un escrutinio por parte de diversos agentes del mercado. Este escrutinio abarcará las normas de gobierno corporativo con las que la sociedad se haya dotado, con el fin de conseguir un gobierno de la corporation que se adapte a los estándares y mejores prácticas, generalmente admitidas. El análisis de estas, también tendrá su peso en la valoración económica del activo o producto, así como en el énfasis de la recomendación de compra de los mismos, dependiendo del tipo de inversor al que vayan dirigidas.

Existen estudios[85] que demuestran que en las IPO de sociedades con un gobierno corporativo más débil (es decir, menos orientado al accionista), normalmente se obtienen valoraciones más bajas, bien por esperarse cash-flows inferiores (debido a que la

[83] Macey, *Corporate governance*, 127. Sin embargo, estamos en total desacuerdo con ello. La mayoría de las veces su único objetivo es la venta de parte de las acciones de la compañía, por parte de los accionistas originales, para poder realizar la plusvalía generada desde su constitución, en el caso de una empresa de éxito.

[84] Noam Sher señala, «Holding the managing underwriter liable in various IPO contexts will maximize economic welfare». «Underwriters´ civil liability for IPOS: An economic analysis», *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law* 27, Issue 2 (2006): 389.

[85] Jay C. Hartzell, Jarl G. Kallberg y Crocker H. Lui, «The role of corporate governance in initial public offerings: evidence from real estate investment trusts», *The Journal of Law and Economics* 51 (2008): 539; «Collectively, these results suggest that firms with shareholder-oriented governance structures are rewarded by financial markets at the IPO stage. Conversely, choosing management-friendly structures, including incorporating in a management-friendly state, appears to come at a significant cost. Furthermore, the benefits of strong corporate governance appear to extend to the firm's longer-term performance». Ibíd., 559.

dirección puede distraer algunos de los recursos en su propio beneficio), o bien por ser conceptuadas de mayor riesgo.

Desde otro punto de vista, Trevis llega a la conclusión de que tanto el prestigio del consejo de la sociedad que realiza la IPO, como el de sus principales accionistas, tienen un efecto positivo en la demanda inicial de la misma y por tanto en su valoración: «I describe how board structures influence the decision-making processes that investors use when purchasing shares of firms undertaking initial public offerings (IPOs). IPO firms are relatively unknown to investors and suffer from a liability of market newness. I rely on signaling theory, institutional theory, and sociological research on prestige to suggest that investor perceptions of board prestige signal organizational legitimacy, thereby reducing the liability of market newness and improving IPO firm stock performance. I also propose that the characteristics of investors, namely prestige, influence their perceptions of board prestige[86]».

2. EL VOTO POR DELEGACIÓN (*proxy voting*)

En este epígrafe vamos a exponer el vigente sistema de voto por delegación (*proxy voting*) en las juntas generales de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos. Como ya hemos avanzado, aun siendo esta una materia competencia de la legislación federal, y más directamente de la SEC, veremos como algunas disposiciones de la legislación del corporate law de los Estados de la Unión mediatizan la estructura del complicado proceso de voto.

En primer lugar, analizaremos el mencionado voto por delegación, exponiendo detalladamente sus diferentes estadios, así como los distintos sujetos que inevitable (e increíblemente) participan en el mismo. Continuaremos con la explicación del origen y las razones de su actual configuración. Expondremos la praxis de los dos grandes acontecimientos societarios en los que se materializa el proxy voting: el *proxy solicitacion* y las *shareholder proposals*; ambas con motivo de la celebración de la junta general de socios. Y finalizaremos con una breve explicación de una práctica que, creemos, puede llegar a desestabilizar el vigente sistema de gobierno corporativo, no solo en los Estados Unidos, sino también en el resto del mundo. Nos referimos al *decoupling* o separación de

[86] Certo S. Trevis, «Influencing initial public offering investors with prestige: signaling with board structures», *The Academy of Management Law Review* 28 (2003)3: 432.

los derechos económicos y políticos de las acciones, en una utilización *contra natura* de esta posibilidad.

2.1 FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA

El sistema de voto de los accionistas en las juntas generales de las compañías cotizadas es competencia directa de la SEC, en virtud de mandato legislativo de la Securities Exchange Act de 1934. Esta última ley, así como Investment Company Act de 1940, exigen a todos los emisores de acciones[87] registrados ante la Comisión, que en el caso de solicitar públicamente delegaciones (*proxies*) de los accionistas[88], lo hagan según lo dispuesto en la sección décimo cuarta de la primera de ellas. Este sistema de voto por delegación, dada la dispersión —geográfica y económica— de los inversores, es «the principal means by which shareholders can exercise their voting rights[89]». En efecto, como señala la SEC: «with over 600 billion shares voted every year at more than 13.000 shareholder meetings», los accionistas tienen que disponer de un sistema que funcione correctamente y que persiga la eficiencia y la exactitud en el ejercicio de este derecho[90]. Veremos como nada más lejos de la realidad.

Realmente es un sistema laberíntico, que ha sido calificado como «incredibly complicated[91]», y que incluso en palabras de su autor y vigilante —la SEC— «The manner in which proxy materials are distributed and votes are processed and recorded involves a level of complexity not generally understood by those not involved in the process[92]». La Comisión justifica esta «complejidad» en «the nature of share ownership

[87] Utilizamos como traducción del término inglés «*share*» el término español «acción», en cuanto que instrumento financiero, actualmente recogido por el artículo 1 de la Ley del Mercado de Valores, tras su modificación por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre. Véase nota 6 de este capítulo.

[88] En este sentido, los bylaws de casi todas las compañías recogen esta posibilidad de delegación. Los de Google señalan en su artículo II, sección 2.12: «each stockholder entitle to vote at a meeting of stockholders may authorize another person or persons to act for such stockholder by proxy authorized by an instrument in writing»; y de forma similar los Apple en su artículo v, sección 5.12 (proxies) especifican que: «every person entitled to vote or execute consents shall have the right to do so either in person or by one or more agents authorized by a written proxy»; artículo I, sección 1.10 de los de Microsoft, «shareholders of record may vote at any meeting either in person or by proxy»; Amazon, en su sección 2.11.2. (b) al regular la forma en la que se puede enviar la delegación a favor de la persona elegida (y después de hacer mención a la formula normal que es por escrito) estipula: «by electronic transmisión to the intended holder of the proxy or to a proxy solicitation firm, proxy support service or similar agent» ya veremos como todos estos agentes y empresas de servicios van a resultar esenciales en la el sistema de voto que a continuación expondremos.

[89] SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System, http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf, 6.

[90] Ibíd., 7.

[91] Marcel Kahan y Edward Rock, «The hanging chads of corporate voting», *The Georgetown Law Journal* 96 (2008): 1227.

[92] SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System.

in the United States»; y la defiende amparándose en la seguridad que esta modalidad aporta a la liquidación, compensación y pago de las operaciones realizadas en los mercados de valores estadounidenses. El procedimiento que seguidamente expondremos tiene además, como peculiaridad, la presencia de infinidad de terceros —brokers, bancos, depositarios, *transfer agents*, *proxy solicitors*, *proxy service providers*, *proxy advisory firms* y otros— que, aunque en palabras de la Comisión, «improves efficiencies in processing and distributing proxy materials to shareholders»; también admite que «adds complexity to the proxy system and makes it less transparent to shareholders and to issuers[93]».

El origen de esta complejidad está en la diferente forma en la que pueden tenerse las acciones, así como en la circunstancia de que solo los titulares registrales de las mismas podrán ejercitar de forma directa sus derechos frente a la sociedad.

Recordemos que cuando se quiere celebrar una junta, lo primero que tiene que fijar el derecho de sociedades de los Estados, el corporate law, es quién, y en qué momento, tendrá la condición de accionista. En principio, tal como ya vimos en el capítulo anterior, lo fija la *record date*[94]. La record date es fundamental a los efectos de que la sociedad sepa a quién tiene que enviar la convocatoria de la junta con la documentación que la acompaña, así como la tarjeta de delegación para el más que probable caso de que el accionista no acuda en persona y delegue el ejercicio de su voto a favor de otro accionista (normalmente un miembro del consejo de administración[95]).

El modo de determinar uno u otro, depende de la forma en la que se tienen las acciones, que a su vez depende de la manera en la que está registrada la titularidad de las mismas. Hay dos tipos de tenedores de acciones: los titulares registrales (*registered owners*) y los titulares reales (*beneficial owners*). En los siguientes epígrafes veremos,

[93] Ibídem.

[94] En la sección 8 de los bylaws de Coca Cola, se especifica que solo los accionistas que lo sean en la record date que determine el consejo, serán a los que se envíe la convocatoria, así como los que puedan «vote at such meeting or any adjournment thereof, or entitle to take action by written consent, or be entitle to receive payment of any such dividend or other distribution….notwithstanding any transfer of any stock on the books of the company after any such record date fixed as aforesaid». Es decir, queda claro que aunque el accionista venda sus acciones con posterioridad a la record date, seguirá siendo él, el legitimado para votar. http://www.coca-colacompany.com/investors/by-laws.

[95] Aunque algunos Estados permiten establecer fechas diferentes con respecto a la que determinará a qué accionista convocar y otra diferente, normalmente más cercana a la junta, que señalará que accionistas pueden votar. En concreto, Delaware en la sección 213 (a) del DGCL, dispone que «if the board of directors so fixes a date, such date shall also be the record date for determining the stockholders entitled to vote at such meeting unless the board of directors determines, at the time it fixes such record date, that a later date on or before the date of the meeting shall be the date for making such determination». http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc07/index.shtml.

además, cómo se realiza en cada caso la distribución de la convocatoria de la junta y documentación que la acompaña.

2.1.1 Titulares registrales

Los titulares registrales tienen una relación directa con la compañía emisora de las acciones, ya que su propiedad sobre las acciones, está incorporada a un listado que realiza la propia sociedad o su *transfer agent*. Como veremos, las leyes de los estados conceden a estos titulares registrales, tanto el derecho a votar, como los otros derechos normalmente atribuidos a los accionistas, a estos titulares registrales. Al tener el derecho a votar, también lo tienen para delegar su voto.

Estos titulares tendrán sus acciones, bien a través de un sistema material de títulos, denominado *certificated form*[96]; o bien a través de un sistema electrónico (equivalente a nuestras anotaciones en cuenta), *book entry form*, o por medio de un registro directo de (DRS)[97], que permite a su titular ser accionista sin necesidad de que la sociedad tenga que emitir ningún documento.

En este caso, los titulares reales coinciden con los registrales. Es decir, las personas que aparecen en la lista de accionistas de la compañía, son los verdaderos propietarios de esas acciones.

En cuanto a la distribución de los *proxy materials*[98] a los propietarios registrales, al realizarse de forma directa ya que el propietario registral (que coincide con el

[96] «certificates serve as a sign of title». David C. Donald, «The rise and effects of the indirect holding system: how corporate America ceded its shareholders to intermediaries». *Institute for Law and Finance Frankfurt- ILF* Working Papers, Working paper series 68 (2007). http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1017206.

[97] El Direct Registration System (DRS) es una iniciativa del sector financiero que tiene como objetivo la desmaterialización de los activos financieros en los Estados Unidos. Si bien el mismo no se implantó oficialmente hasta el año 2008, tal y como veremos en el siguiente apartado al explicar el origen de este sistema.

[98] La documentación que, según la SEC, debe remitir la sociedad a cada accionista (que lo fuera en la record date) se denomina *proxy statement*. En él, y en síntesis, se incorpora el texto de la convocatoria (día, hora y lugar de celebración de la junta, así como el orden del día de la misma); la solicitud de delegación (a favor del consejo); la documentación en la que se explican cuestiones relativas al nombramiento de consejeros y a su retribución; así como a otras cuestiones, normalmente relacionadas con el gobierno corporativo de la compañía. Además y para los casos en que algún accionista proponga una lista de consejeros alternativa, quiera incorporar uno o varios puntos más al orden del día, o quiera presentar una *shareholder proposal*, la SEC le obliga a aportar (al accionista proponente y a la propia compañía) documentación adicional sobre cualquiera de estos asuntos. Son, por tanto, documentos voluminosos (de entre setenta y cinco y ciento quince páginas, dependiendo del activismo de los accionistas de la corporation). Pero además del contenido estrictamente legal que, insistimos, es técnicamente el *proxy statement*, el consejo puede enviar cualquier otro material que por diversas razones entienda que puede ser de interés al accionista (o es exigido por las normas de alguno de los grandes mercados, como es el caso del NYSE, que obliga al envío del *annual report*, equivalente a nuestras cuentas anuales). Pues bien, a la suma del *proxy statement*, más la

propietario final o *beneficial owner*) es el que aparece como titular de las acciones en la lista del emisor; es un procedimiento que, en principio, no debería causar ningún problema. Las listas de accionistas de las sociedades normalmente están gestionadas y actualizadas por compañías especializadas en estos servicios a la que se le denomina *transfer agent*, o *third party proxy providers*. En todo caso, a través de cualquiera de ellas (es excepcional que las compañías emisoras lo hagan directamente), se envía toda la documentación que legalmente debe acompañar a la solicitud de delegación (*proxy statement*), además de aquella que el órgano de administración estime pertinente enviar a los accionistas que estén incorporados en las listas. Una vez que han analizado la documentación recibida, y por lo tanto, son capaces de emitir una opinión «informada», los accionistas cumplimentarán la tarjeta de delegación y la devolverán al *transfer agent* o a una tercera compañía, denominada *vote tabulator* que es la designada por el emisor para la gestión de la recepción y recuento de votos.

2.1.2 Titulares reales

Los titulares reales, lo son a través de intermediarios financieros (II.FF.): brokers[99], dealers, bancos, fondos, compañías de seguros, normalmente todos ellos regulados por la Investment Company Act de 1940. La inmensa mayoría de los inversores propietarios de acciones emitidas en los Estados Unidos son *beneficial owners*, es decir, no lo son directamente, sino a través de cuentas de estos intermediarios; por lo que también se dice de ellos que son propietarios en «*street name*». Por lo tanto, un titular real no es propietario de las acciones directamente, sino como cliente del intermediario financiero; lo que tiene realmente es un título sobre los derechos asociados a la propiedad de las acciones. El título tiene su causa en el contrato de administración y depósito de valores que firman entre intermediario y accionista o titular real.

Cuando la distribución de la documentación que acompaña a la tarjeta de delegación se tiene que realizar a los accionistas reales o beneficial owners, el sistema se complica brutalmente[100]. Esto es producto del sistema de propiedad indirecta de las

documentación no obligatoria que envía el consejo, se le denomina comúnmente *proxy materials* o *proxy package*.

[99] Aunque la definición «breve» indicada en la section 3. 4. de la SEA , es : «The term ‘‘broker’’ means any person, engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others», para una completa comprensión de esta figura es necesario acudir a la exposición amplia de la misma, en la mencionada sección. https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf.

[100] La SEC únicamente admite que es «more complicated» que el anterior. Véase nota 89, 16.

acciones que se implantó en los Estados Unidos por las razones que expondremos en el siguiente epígrafe.

En el modelo estadounidense, la cadena de benefial owners comienza siempre con la Depository Trust Company (DTC), o mejor dicho, con un *nominee* o *fiduciary* (testaferro, sustituto) de esta, denominado Cede & Co (*certificate depository*). La DTC es una sociedad a su vez integrada en la Depository Trust Clearing Company (DTCC)[101], de liquidación y compensación de operaciones que además actúa como depositaria de las acciones tenidas bajo esta modalidad de *beneficial ownership*. Es decir, en los registros de las sociedades emisoras (en los de todas aquellas en la que alguna de sus acciones son tenidas a través de intermediarios financieros[102]), y siempre a excepción de los titulares registrales, aparece como único accionista Cede & Co. Los partícipes de la DTC son los brokers y entidades financieras que intermedian en el mercado financiero en general, y en nuestro caso, de acciones de compañías cotizadas, así como las sociedades propietarias de los grandes mercados (el NYSE y el NASDAQ). Ellos son los titulares directos de todas las acciones de titulares reales depositadas en la DTC. Físicamente, las acciones de todas las sociedades cotizadas estaban depositadas en las cámaras acorazadas de la DTC. Si bien es cierto que ante la imposibilidad material de su custodia y mantenimiento, se permitió la emisión de una suerte de títulos múltiples en los que se engloban cada emisión de acciones por una de estas compañías, se les denomina *jumbo* o *global certificates*. En palabras de Donald, cada uno de ellos representa miles de millones de dólares en acciones, estando limitado el número de acciones que cada uno de ellos puede representar, paradójicamente «by the amount for which DTC can obtain insurance on a single piece of paper[103]».

Estas acciones, así depositadas, son tenidas por la DTC en *fungible bulk,* esto es, de forma que no se asigna a cada partícipe unas acciones determinadas e individualmente identificables. Cada participante (insistimos brokers, dealers y bancos) es propietario de una cuota o parte de las acciones de un emisor determinado —i.e. Boeing— que están depositadas en el DTC. Por lo tanto, cada cliente —i.e. John White, granjero en Idaho— de una entidad participante —i.e. J.P. Morgan— tiene una

[101] Donald, «The rise and effects of the indirect holding system», 39. Nos indica que la DTCC en una «stock corporation operated primarily by second officers of its customers shareholders». Y estos clientes-accionistas, son los intermediarios financieros.

[102] Si bien la legislación estadounidense se refiere a ellos genéricamente como *brokers*, nosotros utilizaremos indistintamente este término y el de intermediarios financieros.

[103] Donald, «The rise and effects of the indirect holding system: How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries», 39. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1017206.

participación, en la participación que esta última (el intermediario financiero) tiene en las acciones que Boeing tiene depositadas en la DTC. Veremos cómo esto puede complicarse si la cadena de intermediarios se amplía. Imaginemos, en el ejemplo propuesto, que John White, compra sus acciones a través de un broker o un banco local de Boise (Idaho), que es el que a su vez participa (*respondent bank*) en J.P. Morgan. Dependiendo de los eslabones de la cadena o *layers* (capas), la relación entre el accionista y la compañía cuyas acciones compra, se va difuminando aún más.

Volviendo al desarrollo práctico, una vez que el emisor ha establecido el día de la junta general de accionistas, así como la fecha que determinará qué accionistas son los que recibirán las *proxy materials*[104] (es decir, la record date) y los que podrán votar en la junta[105]; envía copia de los mismos a la DTC, la cual a su vez, se lo hace llegar a todos sus participantes o accionistas, es decir, los intermediarios financieros.La

[104]Véase a estos efectos, el ejemplo del *proxy statement* de 2014, remitido por Boeing a sus accionistas:

How may I vote my shares?

Beneficial Shareholders. If you own shares through a broker, bank or other holder of record, you must instruct the holder of record how to vote your shares. In order to provide voting instructions to the holder of record of your shares, please refer to the materials forwarded by your broker, bank or other holder of record. Many brokers provide the option of voting by internet at www.proxyvote.com or by calling 1-800-454-8683. You will need your 12-digit voting control number, which can be found on the voting instruction form provided by your broker, bank or other holder of record. Proxies submitted by internet or telephone must be received by 10:59 p.m., Central Daylight Time, on Sunday, April 27, 2014.

Registered Shareholders. If you own shares that are registered in your name, you may vote by proxy before the annual meeting by internet at www.proxyvote.com, by calling 1-800-690-6903 or by signing and returning your proxy card. To vote by internet or telephone, you will need your 12-digit voting control number, which can be found on your proxy card or notice of internet availability of proxy materials. Proxies submitted by internet or telephone must be received by 10:59 p.m., Central Daylight Time, on Sunday, April 27, 2014. If you return a signed proxy card but do not provide voting instructions for some or all of the matters to be voted on, your shares will be voted on all uninstructed matters in accordance with the recommendations of the Board of Directors.

http://www.boeing.com/assets/pdf/companyoffices/financial/finreports/annual/2014/proxy.pdf.

[105] Vemos en el siguiente texto de convocatoria de junta de Boeing como se hace referencia a ambas fechas:

You are cordially invited to attend The Boeing Company's 2014 Annual Meeting of Shareholders to be held on Monday, April 28, 2014, at 10:00 a.m., Central Daylight Time, at The Field Museum, 1400 South Lake Shore Drive, Chicago, Illinois.

At the meeting, our shareholders will be asked to:

• Elect the 11 directors named in the proxy statement;

• Approve, on an advisory basis, named executive officer compensation;

• Approve the amendment and restatement of The Boeing Company 2003 Incentive Stock Plan;

• Ratify the appointment of our independent auditor for 2014; and

• Transact such other business, including certain shareholder proposals, as may properly come before the meeting and any postponement or adjournment thereof.

The meeting will also include a report on our operations.

Shareholders of record at the close of business on February 27, 2014 are entitled to vote at the annual meeting and any postponement or adjournment thereof.

http://www.boeing.com/assets/pdf/companyoffices/financial/finreports/annual/2014/proxy.pdf.

sociedad emisora solicita de la DTC una *securities position listing*[106] (lista de titulares de sus acciones) al día señalado como record date; esta lista mostrará cuál de los intermediarios financieros tiene participación en sus acciones, así como el número de acciones de cada uno de ellos. La DTC tiene que contestar rápidamente proporcionando a la sociedad emisora la lista, con el número de acciones que cada uno de los intermediarios tienen en la record date, y que determina el número de acciones que cada uno de ellos podría votar en la junta. Para cada junta, la DTC otorgará una delegación general o *omnibus proxy*[107], a través de la cual delega el derecho de voto que tienen las acciones depositadas en la misma, a sus partícipes que son los intermediarios financieros. De esta manera, estos obtienen el derecho a votar directamente todas las acciones que poseen a través de la DTC; o a su vez delegar a favor de los beneficial owners[108].

Una vez que a través de la DTC, el emisor ha identificado a los intermediarios que tienen posiciones en sus acciones, tiene que enviar una *search card*[109] a cada uno de los participantes, así como a otros II.FF. que sean *registered owners* o propietarios registrales; para que informen si su posición es en nombre propio o de *beneficial owners*, y en este caso, el número de unidades de *proxy statements* que necesita para hacérselas llegar a los propietarios finales. Como antes hemos dicho, este proceso puede envolver una cadena de intermediarios financieros que a su vez participan de otros —en dos, tres o más niveles, lo cual no es nada extraño— siendo necesario el envío de estas

[106] En expresión de la propia DTC: «Security Position Reports provide valuable information on the record date holdings of the issuer's security in DTC customer accounts. As an issuer, trustee, or issuer-authorized agent, you can request Security Position Reports to obtain the information needed to contact shareholders on corporate-related events such as annual meetings». The Depository Trust Company, http://www.dtc.org/dtcpublic/html/lob2/prod9/.

[107] En este sentido, en la página web de la propia DTCC, se indica, «DTC, the holder of record for depository-eligible securities, transfers the right to vote with respect to those securities to the DTC participants that hold record date positions via an Omnibus Proxy. On the day after record date DTC provides the Omnibus Proxy to the issuer along with a Security Position Report», http://www.dtcc.com/asset-services/issuer-services/proxy-services.aspx.

[108] En este sentido la rule 452 del NYSE señala: «a member organization shall give or authorize the giving of a proxy for stock registered in its name, or in the name of its nominee, at the direction of the beneficial owner. If the stock is not in the control or possession of the member organization, satisfactory proof of the beneficial ownership as of the record date may be required», http://nyserules.nyse.com/NYSETools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_5_12_3&manual=%2Fnyse%2Frules%2Fnyse-rules%2F.

[109] *Search card* que debe solicitar: a) el número de beneficial owners o propietarios reales, b) el número de unidades de proxy material o documentación de la delegación, así como de cuentas anuales necesarias para hacérselas llegar a sus clientes-propietarios reales, y c) el nombre de cualquier agente o compañía nombrada por el intermediario financiera para encargarse de esta gestión. (Recordemos que en la práctica, todas estas gestiones se subcontratan a compañías privadas). Cornell University, http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-13.

search cards a cada intermediario en la *chain of ownership*[110], hasta llegar al propietario final o beneficial owner.

La SEC impone a los brokers y dealers la obligación de responder al emisor dentro de los siete días hábiles siguientes a su recepción. En el caso de los bancos, la regulación es diferente, ya que estos tienen solo un día para comunicar el nombre de los *respondent banks*[111] (bancos representados). Pero dispondrán de los mismos siete días para contestar el número de clientes del banco que son beneficial owners de las acciones (ya adelantamos que muchas veces esto es imposible).

Cuando el procedimiento de «detección» de accionistas reales se ha completado, la sociedad emisora debe proporcionar al intermediario financiero o —lo que será más probable— a su *third party proxy service provider*[112], las copias necesarias para hacérselas llegar a los accionistas reales o beneficial owners. Así mismo, y si le es aplicable, «*notice of internet availability of proxy materials*[113]». Los intermediarios financieros tienen que proceder a la entrega de este material no más tarde de los cinco días hábiles después de recibirlo. Como ya hemos dicho, para esta operación se subcontrata a un tercero al que, sorprendentemente, paga el emisor, tal y como tendremos ocasión de ver.

En vez de recibir y cumplimentar una tarjeta de delegación (que es la que reciben los titulares registrales), los beneficial owners reciben un *voting instruction form* (VIF) de los intermediarios financieros, lo que les permite instruir a estos sobre cómo quieren que voten en la junta. Aunque este VIF no conlleva el derecho a asistir a la junta, un beneficial owner podrá hacerlo siempre que solicite la documentación adecuada de los intermediarios financieros[114] (realmente lo que se les remite es una tarjeta de delegación y no de asistencia a la junta[115]).

Una vez que toda la documentación que acompaña a la tarjeta de delegación ha sido debidamente entregada tanto a los titulares registrales, como a los reales, los

---

[110] Véase nota 89, 18.

[111] En los Estados Unidos existen miles (en concreto, 6.841) de pequeños bancos, muchos de ellos con oficinas en una sola ciudad que a los efectos de poder dar este servicio a sus clientes firman acuerdos con los grandes bancos neoyorquinos. Véase «Tally of US Banks», sobre la disminución del número de bancos, desde los 18.000 que llegaron a existir. *Wall Street Journal* http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304579404579232343313671258.

[112] Ya veremos en el epígrafe 2.3. quienes son, y lo que hacen.

[113] Véase nota 89, 19

[114] Ibíd., 20.

[115] En el caso de Boeing, y para la junta de 2014, acompaña a la tarjeta de delegación una de asistencia a la junta (*admission ticket*), con la instrucción de que una vez cumplimentada, y junto con una foto identificativa, se presente en la puerta de acceso a la junta. SEC, http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/12927/000119312513109822/d461561ddef14a.htm.

primeros cumplimentan la tarjeta y la reenvían (tras recibir las oportunas instrucciones del emisor) al *vote tabulator* o compañía independiente que se encargará del recuento de votos. Los titulares reales indican en el VIF el sentido de su voto en cada punto del orden del día, y lo devuelven (por correo o email) al intermediario financiero. El *proxy service provider* (otra compañía privada que presta servicios a los intermediario financieros) realiza un recuento de las instrucciones de voto recibidas de los titulares reales, y cumplimenta una tarjeta de delegación en la que incorpora las mencionadas instrucciones. Esta tarjeta será finalmente remitida al *vote tabulator*[116].

2.2 *OVER VOTING* Y *UNDER VOTING*

En determinadas ocasiones (bastantes más de las deseadas), los *vote tabulators*, así como los *transfer agents* que realizan esta función, reciben de los intermediarios financieros un número de votos que es superior al que aquellos están autorizados a emitir. La medida en que estos votos son aceptados depende de las instrucciones del emisor, de la legislación del Estado donde la sociedad tenga su domicilio, y del método que siga el *vote tabulator*[117]. La SEC admite que conoce que la política de algunos de estos *vote tabulators* consiste en aceptar los votos que los partícipes de la DTC (es decir, los intermediarios financieros), les van enviando hasta que se completa el número de votos que, según la DTC, puede emitir cada uno de ellos. Por el contrario otros *vote tabulators* no admiten ningún voto de aquel intermediario financiero que supera los votos que le corresponden. Asistimos estupefactos a tales prácticas.

Ante esta situación, los intermediarios financieros y sus *service providers*[118] han desarrollado sistemas que comparan el número de votos que un determinado intermediario presenta a votar, y las posiciones que mantiene según los registros de la DTC, para así detectar cualquier exceso o error. En este caso, el intermediario deberá ajustar sus votos al contenido del registro de la DTC (y por lo tanto, antes de entregarlos, normalmente a través de una empresa colaboradora), y así evitar problemas el día de la votación. La forma en la que se realiza esta conciliación. en palabras de la SEC, «has raised some concern regarding the accuracy of the vote, including whether

[116] Véase nota 89, 21.
[117] SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System, 26.
[118] Cualquiera de los tipos de sociedades que analizaremos en el epígrafe 2.3.

the votes are being allocated to the beneficial owners in the correct amounts[119]». De nuevo, perplejidad.

El origen de estos desequilibrios en los votos de los brokers suele ser consecuencia del préstamo de valores y del *fail to deliver*[120]. En el segundo caso, es necesario recordar que el sistema estadounidense de compensación, liquidación y pago de valores (acciones) se realiza de forma centralizada a través de la National Securities Clearing Company (NSCC[121]), que es una agencia de compensación. Es decir, cada día la NSCC «netea» todas las operaciones de sus clientes (los intermediarios) en una sola obligación de compra o venta por cada valor cotizado (por cada valor intervenido sobre el que hubiera habido órdenes). Debido a que la NSCC actúa como una contraparte (central) a las operaciones de sus miembros; estos están obligados a entregar, y autorizados a recibir, valores de la NSCC sobre la transacción efectuada (casada); y no a dar o recibir de otros brokers-dealers. Y aunque la entrega de los valores, normalmente se realiza el día de la operación, hay ocasiones en las que los brokers-dealers no cumplen con esta obligación de entrega, muchas veces por razones ajenas a su voluntad[122]. De acuerdo con las normas de la NSCC, si un intermediario *fails to deliver* las acciones que debería tener el día de la compraventa, lo atribuirá a cualquiera de los brokers-dealers que tendrían que recibir las acciones, con independencia de que sea con quien cerró la operación el que no pudo entregarlas. Por lo tanto, el así elegido (cualquier comprador), no recibirá las acciones y no podrá acreditar su posición ante la DTC hasta que la entrega esté finalmente realizada.

La otra posibilidad (más común que la anterior) es la denominada por la propia SEC, «*securities lending*». Muchos inversores institucionales, como bien sabemos, prestan las acciones de las que son propietarios, con el objetivo de obtener una rentabilidad adicional[123] a estas que, caso contrario, permanecerían improductivas

[119] SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System, 26.

[120] En el sistema estadounidense de compensación, liquidación y pago de valores (acciones), estos se realizan de forma centralizada a través de la NSCC; por lo que si algún bróker se retrasa en la «entrega» de las acciones transmitidas, la NSCC imputa esa falta a cualquiera de los brokers que según el sistema de compensación, deban de recibir esa clase de acciones: «without trying to atribute the fail to the specific broker.dealer that originally traded with the broker dealer that failed to deliver». SEC Concept Release on the U.S. Proxy System, 30.

[121] Véase definición de *clearing agency*, en la sección 3. 23 (A) de la SEA.

[122] Aunque realmente estos «*fail to deliver*» han bajado exponencialmente (en más de un 88,5 por ciento) desde la implantación de la Interim Final Temporary Rule 204T en octubre de 2008 (normas que tenían como objetivo las ventas en cortos "en descubierto"). SEC, http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-60388.pdf.

[123] Véase SEC, http://www.sec.gov/divisions/investment/securities-lending-open-closed-end-investment-companies.htm.

depositadas en sus cuentas. Cuando se presta una acción, de acuerdo con el acuerdo tipo de *securities lending agreement*, los derechos de voto los ejercita el prestatario, por el plazo del préstamo. Habitualmente, los prestamistas, algunos por política inversora, otros por decisión de los gestores, y normalmente a petición de los inversores finales, piden la devolución de las acciones, para poder votar en las juntas generales. En algunas ocasiones, se espera a que se publique el orden del día para valorar su contenido y decidir si está justificada la solicitud de devolución de las acciones prestadas (lo cual normalmente conlleva una penalización económica).

Pero lo cierto es que, si todos los clientes de los brokers-dealers propietarios de algún tipo determinado de acción, votasen, el bróker-dealer recibiría más instrucciones de voto que acciones por las que estuviese autorizado a votar. Es más, dado que el actual sistema de compensación y liquidación de valores, no fue ideado para asignar una acción en concreto de una compañía a un inversor o accionista determinado, debido a la tenencia de las acciones en *fungible bulk*[124]; la propia SEC señala que, «it may not be practical to inform a customer when an actual loan has been made and it may be unclear which lending investor has lost the right to vote[125]». Es decir, que tanto el propietario, si no se la ha informado de que han prestado sus acciones (lo cual tal y como acabamos de leer es algo bastante normal), como el prestatario, querrán votar las mismas o parte de las mismas acciones.

Esto ocasiona que sean los brokers los que tengan que determinar[126], en palabras de la SEC «which of their customers will be permitted to vote and how many shares each customer will be permitted to vote[127]». Lo cual, insistimos, nos deja de nuevo perplejos. Para continuar: «neither our rules nor SRO rules, currently mandate that a reconciliation be performed, or the use of a particular reconciliation or allocation methodology» (ibíd.). De lo que nos informa la SEC es que brokers-dealers especializados en inversores individuales pueden, y prefieren usar el *post-conciliation method* (ibíd., 35). Sigue siendo preocupante que los clientes de estos intermediarios

[124] «DTC holds the deposited securities in "fungible bulk," meaning that there are no specifically identifiable shares directly owned by DTC participants. Rather, each participant owns a pro rata interest in the aggregate number of shares of a particular issuer held at DTC. Correspondingly, each customer of a DTC participant, such as an individual investor, owns a pro rata interest in the shares in which the DTC participant has an interest». SEC, http://www.sec.gov/investor/alerts/dtcfreezes.pdf.
[125] SEC Concept Release on the U.S. Proxy System, 29.
[126] A través de los sistemas *pre-reconciliation* y *post-conciliation*, los brokers asignan los votos a sus clientes, o antes de enviar el VIF (pre) o tras enviar el VISF (post). Véase nota 89, 32-3.
[127] Ibídem, 31.

financieros desconozcan el criterio (si es que existe alguno fijo) que usan unos u otros para realizar la efectiva asignación de votos.

De la situación expuesta, no puede sino deducirse que es realmente complicado confirmar si los derechos de voto que se le atribuyen a un accionista, como consecuencia de la titularidad de un número determinado de acciones, han sido debidamente ejercitados y si lo han sido en el sentido de las instrucciones que este dio[128]. Para la SEC esta dificultad se debe a que ninguno de los participantes en el proceso —sociedades emisoras, intermediarios financieros, inversores institucionales, *vote tabulators*, *proxy providers*, etc. — tienen la información necesaria para determinar si el voto de un titular real o *beneficial owner*, «has been timely recived and accurately recorded» (ibíd., 39). Para nuestro asombro, tal y como la propia Comisión admite «there are currently no legal or regulatory requirements that compel these entities to share information with each other in order to allow for vote confirmations». La tarea, con el actual marco normativo, deviene por tanto, imposible. Y prosigue la SEC, «concerns have been raised by investors that it may be difficult to assess the accuracy of the current proxy system as a whole» (ibíd.); e igualmente que la imposibilidad de confirmar el sentido de los votos «creates uncertainty regarding the accuracy and integrity of votes cast at shareholders meetings» (ibíd.). Para finalizar con «transparency of the process should promote investor confidence as well» (ibíd., 41).

Por increíble que parezca, una parte importante del amplísimo colectivo, relacionado de diversas formas con el gobierno corporativo en los Estados Unidos, no acaba de ver este problema. En una de las publicaciones del Millstein Center for Corporate Governance de la Universidad de Yale[129], sus redactores, también con cierto asombro, y refiriéndose a los trabajos del Proxy Voting Review Committee (PVRC) organizado por la SEC en 2001 y al Proxy Working Group (PWG) del NYSE en

[128] Como bien sabemos, muchos accionistas particulares, y por supuesto inversores institucionales, necesitan saber si sus instrucciones, han sido debidamente cumplimentadas. Y, por ende, las propias sociedades emisoras, también quieren conocer si los acuerdos adoptados reflejan la voluntad real de los accionistas, y no son el producto de la «cocina» o ajuste de las diversas empresas que prestan estos servicios a los inversores e intermediarios en el proceso de emisión del voto por delegación. Tal y como admite la propia SEC: «some securities intermediaries may not have sufficient shares on deposit at DTC to allocate a vote to every share position credited to every customer´s account. In those acces, the securities intermediary may have to allocate a specific number of votes to some customers that is fewer than the number of shares credited to those customer´s accounts». SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System, 38.

[129] *Policy briefing* 3, «Voting integrity. Practices for investors and the global proxy advisory industry» (2009):19.http://www.mfdf.org/director_resources/resource/millstein_center_voting_integrity_practices_for_investors_and_the_global_pr/.

2006[130], nos trasladan que ninguno de los dos «concluded that there is any reason to believe that the current proxy voting system in the US is not fit for purpose…the PWG´s report to the NYSE of June 5, 2006 states that the process "is viewed by the institutional community as impartial, reliable and efficiently administered" and the PVRC´s report of March 1, 2002 concludes that the US system is the "finest proxy system in the world"». Después de todo lo que hemos expuesto en este epígrafe, resulta realmente increíble leer lo que acabamos de transcribir.

2.3 LAS FUNCIONES DE LOS TERCEROS EN EL PROCESO DE DELEGACIÓN DE VOTO

La SEC agrupa las funciones que realizan estas empresas especializadas, normalmente en un aspecto concreto del procedimiento de delegación, en las siguientes: el envío de toda la documentación que debe acompañar a las tarjetas de delegación y a las VIF; recopilación de las instrucciones de voto; voto por delegación, solicitud de delegaciones; recuento de votos y análisis y asesoramiento de cuestiones relacionadas con el procedimiento de delegación[131].

2.3.1 *Transfer agents*

Las *transfer agents*[132] son las compañías encargadas de la llevanza de los registros de accionistas, exigidos por la legislación de los Estados federados[133]. Son agentes del emisor y deben informar al *vote tabulator* de datos tales como el número de

[130] Dos grupos de altísimo nivel. El PWG del NYSE estaba integrado por el siguiente panel de estrellas: Larry W. Sonsini, Chairman, Wilson Sonsini Goodrich & Rosati (Committee Chairman); Rosemary Berkery, Executive Vice President and General Counsel, Merrill Lynch & Co., Inc., represented by Kevin Moynihan of Merrill Lynch & Co.; Glenn Booraem, Principal and Assistant Fund Controller, Vanguard Group; Peter Clapman, Senior Vice President and Chief Counsel for Corporate Governance, TIAA-CREF; Margaret Foran, Vice President – Corporate Governance & Corporate Secretary, Pfizer, Inc.; Gary Glynn, President, U.S. Steel Pension Fund; Amy Goodman, Partner, Gibson, Dunn & Crutcher LLP; Richard H. Koppes, Of Counsel, Jones Day; Jeffrey L. McWaters, Chairman and Chief Executive Officer, Amerigroup Corporation; Stephen P. Norman, Corporate Secretary, American Express Company; James E. Parsons, Corporate and Securities Counsel, Exxon Mobil Corporation; Judith Smith, Managing Director, Morgan Stanley & Co.; Esta Stecher, Executive Vice President and General Counsel, Goldman Sachs & Co., represented by Beverly O'Toole of Goldman Sachs & Co. ; Kurt Stocker, Professor, Northwestern University, Medill School of Journalism. Sobran las palabras. NYSE, http://www1.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf, 9.

[131] Véase nota 89, 21.

[132] La SEA da una definición de los mismos en la Section 3. 25. «The term ''transfer agent'' means any person who engages on behalf of an issuer of securities or on behalf of itself as an issuer of securities in (A) countersigning such securities upon issuance; (B) monitoring the issuance of such securities with a view to preventing unauthorized issuance, a function commonly performed by a person called a registrar; (C) registering the transfer of such securities; (D) exchanging or converting such securities; or (E) transferring record ownership of securities by bookkeeping entry without physical issuance of securities certificates».

[133] Véase Delaware Code Ann. Tit. 8, & 219 (a); y MBCA & 16.01 (c). http://delcode.delaware.gov/title8/.

acciones que tiene emitidas la sociedad emisora, y el número e identidad de los titulares registrales que estén autorizados a votar. Obviamente los que lo sean en la record date. Estos *transfer agents*, tienen la obligación de estar inscritos en un registro especial de la SEC, que es la agencia encargada de su supervisión y regulación[134].

2.3.2 *Proxy services providers*

Estas empresas son las encargadas del envío de la información y la recopilación de las instrucciones de voto con el objeto de facilitar la distribución de la información (*proxy material*) así como el voto por delegación de los beneficial owners. Estos *proxy providers*, en nombre del intermediario, solicitan al emisor el número aproximado de unidades de información que necesitan. Una vez los reciben, los reenvían (por correo o email) a los titulares reales. Este tipo de sociedades no está bajo el control de la SEC[135].

2.3.3 *Proxy solicitors*

Las sociedades emisoras contratan los servicios de estas compañías para ayudar a localizar a accionistas con un número relevante de acciones y contactar con ellos telefónicamente al objeto de que cumplimenten la tarjeta de delegación en el sentido propuesto por la administración de la sociedad. Lo normal es que se contraten estos servicios cuando existe *a contested election of directors*[136] o cuando esté prevista la aprobación de un acuerdo que, legal o estatutariamente, exija un quórum reforzado y el órgano de administración tenga dudas sobre si se va a alcanzar el mismo. Los emisores están obligados a informar sobre la contratación de estas empresas, así como el gasto que les ha supuesto en el *proxy statement*[137].

---

[134] Véase, Securities Exchange Act (1934), sección 17 (A). https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf.
[135] Véase nota 89, 23.
[136] Ibíd.
[137] Sirva como ejemplo en el *proxy statement* de 2014 de Starbucks, que a estos efectos señala:

> *Expenses of Solicitation. We will bear the expense of preparing, printing and mailing this proxy statement and the proxies we solicit. Proxies will be solicited by mail, telephone, personal contact and electronic means and may also be solicited by directors, officers and Starbucks partners in person, by the Internet, by telephone or by facsimile transmission, without additional remuneration. We have retained Alliance Advisors, LLC to act as a proxy solicitor in conjunction with the annual meeting. We have agreed to pay Alliance $18,500, plus reasonable out-of-pocket expenses, for proxy solicitation services. We also will request brokerage firms, banks, nominees, custodians and fiduciaries to forward proxy materials to the beneficial owners of shares of our stock as of the record date and will reimburse them for the cost of forwarding the proxy materials in accordance with customary practice.*

Es decir, señala varias cosas: primero que será la propia emisora la que pagará los gastos de envío; segundo cual es el *proxy solicitor* contratado; y tercero cuanto le pagará. Así mismo, dice que instará a los

2.3.4 *Vote tabulators*

La mayoría de las leyes de sociedades de los Estados federados[138], exigen al emisor nombrar un *vote tabulator* (otras veces denominado *inspector of elections* o *proxy tabulator*) con el objeto de recoger y contar los votos emitidos a través del procedimiento de delegación, así como los emitidos en persona por los accionistas el día de la junta (que son los menos en el caso de las sociedades cotizadas). Su finalidad última es determinar que cada titular registral ha emitido el número correcto de votos.

La SEC en su *concept release* sobre el sistema de voto por delegación en los Estados Unidos[139], constata que en muchas ocasiones esta función la realiza la empresa que ha sido nombrada *transfer agent*, debido a que su estructura le facilita esta función[140]

2.3.5 Proxy advisory firms

Dada la trascendencia pública que tienen las opiniones de estas compañías asesoras en delegaciones[141], vamos a remitirnos a un más completo análisis que de las mismas realizamos de las mismas en el capítulo IV, por entender que esa es su ubicación natural.

---

intermediarios financieros a que hagan llegar los *proxy materials* a los beneficial owners y que pagará los gastos en los que por este concepto se incurra.

[138] En concreto, los apartados a) y b) del artículo 231 del Código de Delaware, estipulan:
Voting procedures and inspectors of elections.

> *(a) The corporation shall, in advance of any meeting of stockholders, appoint 1 or more inspectors to act at the meeting and make a written report thereof. The corporation may designate 1 or more persons as alternate inspectors to replace any inspector who fails to act. If no inspector or alternate is able to act at a meeting of stockholders, the person presiding at the meeting shall appoint 1 or more inspectors to act at the meeting. Each inspector, before entering upon the discharge of the duties of inspector, shall take and sign an oath faithfully to execute the duties of inspector with strict impartiality and according to the best of such inspector's ability.*
> *(b) The inspectors shall:*
> *(1) Ascertain the number of shares outstanding and the voting power of each;*
> *(2) Determine the shares represented at a meeting and the validity of* ***proxies a****nd ballots;*
> *(3) Count all votes and ballots;*
> *(4) Determine and retain for a reasonable period a record of the disposition of any challenges made to any determination by the inspectors; and*
> *(5) Certify their determination of the number of shares represented at the meeting, and their count of all votes and ballots.*
> *The inspectors may appoint or retain other persons or entities to assist the inspectors in the performance of the duties of the inspectors.*

[139] SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System, 24.

[140] «Transfer agents, who already possess the list of record owners, often tabulate the vote, so they possess the necessary information to make this determination. It is our understanding that, when the vote tabulator is an entity other than the transfer agent, the issuer or its transfer agent typically will provide the vote tabulator with the list of record owners to enable the vote tabulator to make this determination». Ibíd.

[141] Asesores de voto, en terminología utilizada en nuestro nuevo y flamante *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. CNMV (24 febrero 2015). http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf.

No obstante, debemos mencionar en este apartado que debido a que algunos de los servicios que prestan estas compañías pueden calificarse como «solicitud» de delegaciones, estarán regidas por la normativa de la SEC sobre las proxy[142].

2.4 *PROXY DISTRIBUTION FEES*

Como bien sabemos, según lo dispuesto en la sección décimo cuarta de la Securities and Exchange Act, son los brokers y los bancos, los obligados a hacer llegar a los beneficial owners o titulares reales, la documentación que prepara la sociedad emisora en relación con el voto por delegación, cuando se convoca una junta general. Ahora bien, la misma norma también estipula que será la sociedad emisora la que tenga que pagar el coste de esta entrega, de hecho, indica que los intermediarios no tendrán que hacerlo, a no ser que la sociedad emisora «assurance of reimbursement of the broker´s or dealer´s reasonable expenses, both direct and indirect[143]». La SEC, a la hora de determinar cuáles son los *reasonable expenses* (gastos razonables) se limitó a aprobar las que le presentaban las distintas bolsas, como es el caso del NYSE.

Lo cierto es que desde 1937, la Bolsa de Nueva York ha exigido a los emisores el reembolso de estos gastos a sus miembros —es decir, los brokers-dealers y las entidades financieras que intermedian en la misma—. Las tarifas fueron formalmente aprobadas en 1952, y desde entonces se han ido actualizando[144]. Hoy en día, son las normas 451 y 465 del NYSE las que fijan los aranceles que un miembro de la bolsa

[142] Sección 14, «proxies» en su apartado (a)(1) «It shall be unlawful for any person, by the use of the mails or by any means or instrumentality of interstate commerce or of any facility of a national securities exchange or otherwise, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, to solicit or to permit the use of his name to solicit any proxy or consent or authorization in respect of any security (other than an exempted security) registered pursuant to section 12 of this title»; Véase la «Question 6» Del Staff Legal Bulletin Nº 20, de 30 de junio de 2014, en donde a la pregunta: When is a proxy advisory firm subject to the federal proxy rules? Se contesta: A proxy advisory firm would be subject to the federal proxy rules when it engages in a "solicitation," which is defined under Exchange Act Rule 14a-1(*l*) to include "the furnishing of a form of proxy or other communication to security holders under circumstances reasonably calculated to result in the procurement, withholding or revocation of a proxy." As a general matter, the Commission has stated that the furnishing of proxy voting advice constitutes a "solicitation" subject to the information and filing requirements of the federal proxy rules. Providing recommendations that are reasonably calculated to result in the procurement, withholding, or revocation of a proxy would subject a proxy advisory firm to the proxy rules. Exchange Act Rule 14a-2(b) provides exemptions from the information and filing requirements of the federal proxy rules that a proxy advisory firm may rely upon if it meets the requirements of the exemptions. Véase SEC, https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm.

[143] https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14b-1.

[144] Véase Report and Recommendations of the Proxy Working Group to the New York Stock Exchange de 5 de junio de 2005, las tarifas en 1938 eran «the rates were set at $0.15 per set of proxy materials for the first 25 sets, $0.10 per set for the second 25 sets and $0.05 per set for each additional set in excess of 50 sets». NYSE, http://www1.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf.

puede cobrar a la sociedad emisora por el envío de los *proxy materials*[145]. Estos nuevos precios, en opinión de Broadridge (que es la empresa que tiene el cuasi-monopolio de estos envíos), supondrán de media un ahorro del 4 por ciento para las sociedades emisoras[146].

La SEC siempre ha estado preocupada porque estas tarifas respondan, a los *reasonable expenses* en los que realmente incurran los intermediarios financieros. El propio Proxy Working Group que asesoró al NYSE en 2006 admite que las tarifas «may be expensive» para los emisores, pero que por el contrario, es un sistema que funciona y que permite a los accionistas «receiving and being able to vote proxies in a timely manner. This is an important benefit of the current system[147]».

Para la SEC, la justificación de interponer a los intermediarios financieros entre el emisor y los beneficial owners, reside en «facilitate the prompt and accurate processing of an increasingly large volume of security transactions. The efficiency of the clearence and settlement system in the U.S. is due in large part to the ability to "net transactions", whereby contracts to buy or sell securities between broker dealers are replaced with net obligations to a registered clearing agency, the National Securities Clearing Corporation (NSCC). To make netting possible, securities must be held in fungible bulk at DTC». Por el contrario, y como «cargas» del actual sistema, se admiten «the practice of holding securities in fungible bulk has made it more difficult for issuers to identify their beneficial owners and to communicate directly with them[148]»

Lo que evita el mencionado *working group*, de manera un tanto increíble, es criticar la absoluta falta de transparencia en el proceso del voto por delegación, tal y como hemos expuesto anteriormente, lo cual y en nuestra modesta opinión, vicia gravemente el mismo. La propia Comisión (ibíd., 57) reconoce que la sociedad emisora no tiene ningún control sobre el contrato que firman los intermediarios financieros con los *proxy service provider* para enviar el *proxy statement* hasta los titulares reales, siendo como es aquella la obligada al pago. De nuevo estupefactos.

En otro lugar de este document, la SEC dice, «given the importance of proxy voting, we view significant lack of participation by retail investors in proxy voting as a source of concern» (ibíd., 78). No nos extraña. Lo insólito es que alguno de los sufridos

[145] En su actual redacción aprobada por la Release de la SEC nº: 34-70720, de 18 de octubre de 2013, por la que se modifican ambas rules, así como la 402.10 del NYSE *Listed Company Manual*, en las que se determinan los actuales máximos de tarifas. SEC, http://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2013/34-70720.pdf, 14.
[146] Ibíd., 8. Aunque son máximos, la SEC constata que normalmente se aplican estos máximos.
[147] NYSE, http://www1.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf, 5.
[148] Véase nota 89, 64.

accionistas, aún a pesar de todo lo expuesto siga confiando en este sistema. Como medio para facilitar una mayor participación de inversores individuales, la SEC propone: «investor education; enhance brokers´ internet plataforms; advance voting instruction (ibíd., 84); investor to investor communication; improving the use of internet for distribution proxy materials» (ibíd., 78).

2.5 EL VOTO DE LOS *BROKERS*

Como bien sabemos, del 70 al 80 por ciento de las acciones de las empresas que cotizan en el NYSE, son tenidas en *street name*. Por lo tanto, la regulación de la forma en la que los intermediarios financieros podrán votar, para el caso de que no reciban instrucciones de los beneficial owners, es realmente trascendental para el entendimiento del sistema de voto en aquel país.

Esta es una materia que siempre ha estado regulada por las normas del NYSE, y no por la SEC. En 1927 el mercado neoyorquino autorizó su primera rule en este sentido, con el objeto de salvaguardar los intereses de los accionistas. Se trataba de regular al voto por delegación de los intermediarios financieros, con respecto a las acciones que estando registradas a su nombre «*has passed out of their possession*[149]». Y con este objetivo, en el citado año (no se habían aprobado aún las dos grandes leyes que regulaban los instrumentos financieros y sus mercados) se aprobó la rule que prohibía a los intermediarios votar las acciones que, a pesar de estar a su nombre, no estuvieran bajo su posesión o depósito. Pero esta norma resultó ser bastante ineficiente a efectos prácticos, ya que se redujeron drásticamente el número de acciones «delegadas» a la junta, que coincidiendo con un bajón general de toda la actividad bursátil como consecuencia del Crash de 1929, hizo que de manera creciente las sociedades fueran incapaces de lograr los quórums de asistencia necesarios para la válida adopción de acuerdos. Por ello, de nuevo en 1936, se encargó a dos reconocidos abogados y profesores, John M. Hancock y Adolf A. Berle (que ya había publicado *The modern corporation and private property* y se encontraba en el cénit de su fama) que revisaran la redacción y realizaran una propuesta. Tras un año de trabajos y diversas recomendaciones, el NYSE aprobó la rule 452, coloquialmente conocida como la «*Ten days rule*».

[149] Véase, en el breve apunte histórico que con respecto a esta rule 452, se realiza en «Report and recommendations of the proxy working group to the new york stock exchange» (2006). NYSE, http://www1.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf, 7.

La norma permitiría a los intermediarios (que no olvidemos eran todos partícipes y miembros de la Bolsa de Nueva York) votar las acciones registradas a su nombre, estuvieran las mismas o no bajo su posesión o control, siempre y cuando no recibieran instrucciones de los beneficial owners, al menos con diez días de antelación a la fecha de la junta (y siempre y cuando los acuerdos no fuesen relativos a la autorización de una fusión, la disolución de la sociedad o una reestructuración de su deuda). En esencia, su redacción ha pervivido hasta nuestros días. Tras modificaciones de detalle en 1941 y 1967; en 2003[150] y 2010[151] se produjeron en cambio dos reformas de cierto calado, ambas restringiendo los acuerdos sobre los que los intermediarios podían votar en ausencia de instrucciones por parte de los beneficial owners.

Como bien sabemos, bajo la actual regulación del voto por delegación según las rules de la SEC y el NYSE, los intermediarios financieros[152] deben hacer llegar los proxy materials a los beneficial owners y solicitar instrucciones sobre cómo votar en la junta. Si las instrucciones de voto no se han recibido el décimo día antes de la junta, los intermediarios podrán votar libremente (*discretionary*) en ciertas cuestiones denominadas «rutinarias».

Una de las más importantes consecuencias de los votos emitidos por los intermediarios, es su utilización para alcanzar los quórums de constitución exigidos legal y estatutariamente para la válida constitución de las juntas y la posterior adopción de acuerdos. Según las cifras dadas por la consultora ADP, si los votos discrecionales de los intermediarios fueran excluidos, casi el 20 por ciento de las sociedades del NYSE no hubieran sido capaces de alcanzar los quórums en 2004[153]. Tanto el NYSE como el regulador, saben que la prohibición total del voto de los intermediarios, tal y como muchos activistas solicitan[154], encarecería y entorpecería aún más el procedimiento que en estas páginas estamos analizando. Por ello, se mantiene esta duplicidad entre *routine matters* y las *non-routine matters*[155]. Si bien la inclusión en las primeras de las

[150] Ibíd., 8.
[151] Véase Release de la SEC, que admite la modificación propuesta por el NYSE a la rule 452 en septiembre de 2010, SEC, https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2010/34-62874.pdf.
[152] Genéricamente denominados como brokers en las normas del NYSE aunque insistimos, se refiere a todo tipo de intermediario financiero, sometido a la legislación de la Investment Company Act de 1940.
[153] NYSE, http://www1.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf, 8.
[154] Ibíd., Principalmente los inversores institucionales.
[155] En muchas ocasiones, las compañías, en sus proxy statements, especifican qué puntos del orden del día son las *routine matters* y cuales son *non-routine matters*. Por ejemplo, Apple indica:

> *which ballot measures are considered "routine" or "non-routine"? The ratification of the appointment of Ernst & Young LLP as the Company's independent registered public accounting firm for 2013 (Proposal No. 3) is a matter considered routine under applicable rules. A broker or*

uncontested elections, (elecciones en los que no existe lista alternativa a la propuesta por el consejo), así como el nombramiento y reelección de los auditores, ha sido objeto de vivo debate[156].

Las *non-routine matters* son las enumeradas en la rule 452 (11) y actualmente están recogidas en veintiuna cuestiones diferentes, entra las que destacamos: la *executive compensation*, cuando se produzca una *contested election*, la propuesta de algún accionista a la que se opone el consejo, la fusión de la sociedad (salvo si la fusión es con una compañía íntegramente participada), la solicitud de aprobación para hipotecar propiedades de la compañía, la creación o incremento en la emisión de deuda corporativa, la emisión de acciones preferentes[157].

A día de hoy casi todas las compañías hacen referencia a este supuesto tanto en sus bylaws como en sus proxy statement[158].

---

other nominee may generally vote on routine matters, and therefore no broker non-votes are expected to exist in connection with Proposal No. 3.

The election of directors (Proposal No. 1), the amendment of the Company's Restated Articles of Incorporation (Proposal No. 2), the non-binding advisory resolution approving the Company's executive compensation (Proposal No. 4), and the two shareholder proposals (Proposals No. 5 and No. 6) are matters considered non-routine under applicable rules. A broker or other nominee cannot vote without instructions on non-routine matters, and therefore broker non-votes may exist in connection with Proposals No. 1, No. 2, No. 4, No. 5 and No. 6.

Apple, http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-13-5529&cik=320193.

[156] Como alternativa a la presentación de una lista «alternativa de consejeros» a la que presenta el consejo, algunos inversores activistas promovieron las campañas denominadas «*just vote no*». Estas simplemente proponían votar en contra del nombramiento de todos o algunos de los consejeros propuestos por el consejo, de forma que si no obtenían al menos el 50 por ciento de los votos emitidos, no serían elegidos. Al no ser esta técnicamente una *contested election* ya que, insistimos no hay lista alternativa de candidatos, los intermediarios podrían votar discrecionalmente. Pero también es cierto, que en muchas ocasiones, y sin ser propiamente una *contested election*, sí que se reta la elegibilidad de los consejeros propuestos por el órgano de administración a través de estas campañas. Como ejemplo se cita habitualmente el caso Walt Disney. En esta compañía, y a pesar de lanzarse una agresiva *just vote no campaign* para no votar al CEO, Michael Eisner, este fue reelegido con el voto a favor del 55 por ciento de los votos emitidos, mientras que un 45 por ciento votó en contra. Si los votos de los intermediarios financieros no hubiesen sido computados en esta elección (de haber sido conceptuada como *contested election*), el CEO hubiese recibido solo el 45 por ciento de los votos a favor, y 54 por ciento en contra. Sobre el escándalo de las retribuciones que originó esta campaña en la junta de 2004, véase Macey, *Corporate Governance*,76.

[157]http://nyserules.nyse.com/NYSETools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_5_12_3&manual=%2Fnyse%2Frules%2Fnyse-rules%2F.

[158] Véase como ejemplo el proxy statement de Boeing de 2014, que a este respecto, indica :

If a broker or other financial institution holds your shares in its name and you do not provide voting instructions to it, New York Stock Exchange, or NYSE, rules allow that firm to vote your shares only on routine matters. Item 4, the ratification of the appointment of our independent auditor for 2014, is the only matter for consideration at the meeting that NYSE rules deem to be routine. For all matters other than Item 4, you must submit voting instructions to the firm that holds your shares if you want your vote to count. When a firm votes a client's shares on some but not all of the proposals, the missing votes are referred to as "broker non-votes.

De igual forma Starbucks en su proxy statement de 2014 señala:

The following will not be considered votes cast and will not count towards the election of any director nominee or approval of the other proposals: (i) broker non-votes; (ii) a share whose ballot is marked as abstain; (iii) a share otherwise present at the annual meeting but for which there is an abstention; and (iv) a share otherwise present at the annual meeting as to which a

3. EL POR QUÉ DE ESTE SISTEMA

Llegados a este punto, el sagaz lector ya se habrá preguntado el porqué de un sistema tan complicado, inexacto y caro. En este epígrafe trataremos de exponer las circunstancias que dieron lugar a su implantación; adelantando desde ahora, que si bien las mismas han desaparecido, el modelo permanece casi en su integridad.

3.1 ORIGEN

El origen de este endiablado sistema hay que buscarlo en el ya mencionado *paper crunch* de los años setenta[159]. En efecto, a un importante incremento de los volúmenes contratados, no le acompañó una actualización tecnológica capaz de digerir y dar salida a tiempo a tantos millones de acciones representadas mediante títulos —trece millones al día en 1968— que aunque hoy nos parece un volumen ridículo, en aquellos años causó un colapso que obligó (durante los últimos seis meses de 1968 y parte de 1969) a cerrar un día laborable por semana (el miércoles), así como a reducir las horas de contratación, para que los brokers y dealers pudieran ponerse al día en las obligaciones para con sus clientes[160]. Aún con estas medidas, al final de 1968 existían operaciones sin liquidar por importe de 4.000 millones de dólares, lo cual hizo que muchos de los grandes brokers quebraran al tener que hacerse cargo del pago de muchas de ellas. Fue realmente esta situación la que dio lugar a las importantes reformas de las leyes de 1933 y 1934 que se produjeron en 1975. En palabras de Donald, «it was the largest challenge to the securities exchanges since the Crash of 1929» (ibíd., 11).

Esta crisis fue así mismo el origen del actual sistema de representación indirecta (*indirect holding system*). A raíz de este gigantesco problema, la SEC convocó una

---

shareholder gives no authority or direction…Unless you provide voting instructions to any broker holding shares on your behalf, your broker may not use discretionary authority to vote your shares on any of the matters to be considered at the annual meeting other than the ratification of our independent registered public accounting firm. Please vote your proxy so your vote can be counted. Proxies and ballots will be received and tabulated by Broadridge Financial Services, our inspector of elections for the annual meeting.

Los bylaws de General Motors en su artículo I sección 1.7. también especifican que «*broker nonvotes shall not be counted as shares entitled to vote on such matters*». Respectivamente, http://www.boeing.com/assets/pdf/companyoffices/financial/finreports/annual/2014/proxy.pdf; http://investor.starbucks.com/phoenix.zhtml?c=99518&p=irol-irhome; http://www.gm.com/content/dam/gmcom/COMPANY/Investors/Corporate_Governance/PDFs/GM_Bylaws.pdf.

[159] También denominada «*back-office crisis*», a la cual ya hicimos mención en el capítulo I de esta Tesis.

[160] Donald, «The rise and effects of the indirect holding system»: 12.

conferencia «of major market participants to discuss and evaluate the existing recomendations and possible solutions for the paperwork crisis» (ibíd., 14). Como consecuencia de la misma, entre muchas otras recomendaciones, y en lo que a nosotros nos atañe, se pusieron sobre la mesa dos modelos diferentes de liquidación de operaciones bursátiles: «one model was to create a descentralized network linking issuers´transfer agents on which transfer of uncertificated (dematerialized) securities could be recorded by book entry; and the other model was to create a centralized depository in which share certificates would be kept in custody (inmobilized), so that interest in such shares could be transfer by book entries on its accounts» (ibíd., 15). Este segundo, apoyado por el Banking and Securities Industry Committee (BASIC) (ibíd., 16) fue el que se eligió finalmente con algunas modificaciones. Aunque en principio se adoptó solamente de forma transitoria «as a "temporary" measure on the way to what was somewhat futuristically called the "certificateless society"" (ibíd., 18). A su elección contribuyó, sin duda, la presión de Nueva York, que con la derogación de las comisiones fijas (*may day*[161]), así como el lanzamiento del descentralizado mercado NASDAQ, había sufrido importantes golpes en su condición de capital financiera de la Unión. Todo ello hizo que las autoridades se inclinasen por crear una única compañía (la DTC) en el que se depositasen todos los títulos de las acciones de las sociedades cotizadas del país, bajo el control del NYSE[162], y del que fueran socios los brokers, dealers y demás intermediarios financieros que tradicionalmente habían intermediado en ese mercado. Además de estas razones económicas —continúa Donald— hay otras razones que explican «why in 1975 Congress ordered the imposition of a 100 year old technique to the exclusión of the more favored, modern model[163]» Y principalmente, este profesor lo achaca a que el Congreso, presionado por los medios de comunicación optó por un sistema que en principio parecía más fiable, pero que suponía una pesadilla para los accionistas «under such circumstances, it is not surprising that Congress selectad a safe, low-tech solution that such out any future risk» (ibíd., 20). En definitiva, se eligió la alternativa segura, que aunque aportaba poco tecnológicamente y operativamente era un galimatías caro e impreciso para accionistas y sociedades, garantizaba a los políticos su funcionamiento de forma convincente.

[161] Véase capítulo I.

[162] «The NYSE, which in its long history has never been shy about making its influence felt in government». Donald, «The rise and effects of the indirect holding system»:19.

[163] Ibíd., 16. Donald señala, además, las siguientes causas: a) se hubiera tenido que modificar el corporate law de los cincuenta Estados para exigir la «desmaterialización» de las acciones; y b) tecnológicamente, en aquel momento, no estaba demasiado claro que la empresa fuese a ser posible.

Tal y como bien lo explica Donald, el problema consiste en que el Congreso aprobó que las acciones cotizadas en los mercados organizados fueran inmovilizadas, lo cual obviaba tanto la entrega física de los certificados de los títulos como el registro de la transmisión ya que las acciones seguían registradas a nombre del depositario o una filial de este (en el caso que estudiamos denominada Cede & Co.). Este proceso crea una discrepancia entre la propiedad final o real de la acción y el estatus legal de accionista, ya que solo lo es quien aparece registrado como tal en la lista de la emisora. Cuantas más acciones estén registradas a nombre de un depositario único o central, mayor será el número de transmisiones que pueden realizarse sobre los datos de sus cuentas. Lo que se transmite de hecho, más que las propias acciones, son los derechos contra las cuentas del depositario central que acreditan la titularidad de las acciones (se produce realmente un efecto similar a la desmaterialización de la acción).

Aunque este sistema facilita y agiliza la transmisión de las acciones, así como su documentación, elimina la lista de accionistas reales que, bajo el derecho de los Estados, estaba llamada a jugar un papel importante en la comunicación con y entre los accionistas. Los datos de estos (sus nombres, direcciones y participaciones), serían utilizados por la emisora para determinar a quién convocar a las juntas, quién podría votar y recibir los dividendos.

En el corazón de cualquier mercado de valores[164], existe un sistema para liquidar las operaciones que se realizan en su seno , este proceso en los Estados Unidos se llama *securities settlement*; y debido a que la transmisión de acciones registradas representadas por certificados de papel (certificados que, como indica Donald, «serve a sign of title»[165]), es físicamente imposible y legalmente difícil de manejar (cada certificado debería ser endosado al comprador; el vendedor dado de baja del registro; el comprador dado de alta como accionista, y además emitir a su nombre un nuevo certificado o título), el mercado buscó un atajo. Y el atajo elegido (tal y como ya hemos dicho) por el NYSE, y apoyado por la SEC y el Congreso, fue evitar transmitir los certificados (o títulos representativos) de las acciones mediante su depósito en las cámaras de un depositario (único para todos los valores), y transfiriendo por tanto, los derechos sobre las cuentas del depositario en la que aparecen recogidas las acciones

[164] En expresión utilizada por Donald en otro de sus trabajos: «Heart of darkness: the problem at the core of the U.S. proxy system and its solution», Centre for Financial Regulation and Economic Development». Chinese University of Hong Kong. Working Paper, nº.1 (2014):3. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1697606.
[165] Ibíd., 5.

depositadas, en vez de las propias acciones (o sus títulos). Este proceso ha sido denominado «*inmobilization*», y las transmisiones operadas sobre las cuentas representativas de las acciones inmovilizadas son denominadas *book entry transfers* (anotaciones en cuenta).

Los emisores no sabían realmente quienes eran los propietarios de sus acciones; solo sabían que el depositario (la DTC) o un broker partícipe en la misma, estaba registrado como accionista. De nuevo en palabras de Donald, «the heart of the securities market went dark[166]». Las comunicaciones con los accionistas devinieron imposibles, así que para facilitar la entrega de los proxy materials, la SEC formuló las *shareholder communication rules*, que exigían —y exigen— a los intermediarios financieros hacer llegar a sus clientes los *proxy materials* por un módico precio. Se ha creado una industria entera para ayudar a los emisores a distribuir los proxy materials y recoger votos.

Mientras que la compraventa de valores supuso la generación de montañas de papel, la inmovilización en un depositario y el registro de las acciones a nombre de este, parecía una medida necesaria. La cuestión que llama poderosamente la atención es que en 2015, estas circunstancias ya no existen, «today securities transfers do not involve mountains of paper, and most do not involve any paper[167]». Entonces, ¿por qué continúa el mismo esquema? Porque genera un importante trasvase de riqueza de los emisores a los intermediarios financieros, y estos últimos, lógicamente, no están por la labor de ayudar a desmontar el sistema que tanto les beneficia. Preguntado de otra forma: ¿por qué los intermediarios continúan atrincherados, en fosos infranqueables, entre los emisores y sus accionistas? Porque todos ellos tienen un interés económico en mantener esta estructura «issuers no longer have information about their shareholders» (ibíd.). La actual configuración otorga al depositario, ahora en posesión de toda la información del mercado sobre los propietarios reales, una oportunidad para vender esta información (o servicios relacionados con la misma), a los emisores y a los intermediarios; vendiéndoles de vuelta su propia información, «selling them back their own information[168]».

[166] Ibídem.
[167] «The United States government followed in 1986, by completely dematerializing its government securities, although US securities exchanges still allowed paper certificates for newly listed companies until 2008». Ibídem.
[168] Ibíd., 39. En donde se afirma que una *NOBO list* de una de las cien grandes compañías puede costar 250.000 dólares.

Realmente todo el problema se ha venido solucionando operativamente, primero a través de los *jumbo* o *global certificates*[169] de la DTCC, y del Direct Registration System (DRS)[170], que entró en vigor el 1 de enero de 2008[171]. El resultado es que hoy en día un inversor individual, cuando realiza una compra, al mismo tiempo da instrucciones a su broker sobre cómo quiere tener sus acciones: en el DRS en su propio nombre, o a través de su broker en nombre de Cede & Co. Si el comprador no dice nada, será anotada directamente a su nombre a través del DRS. Aunque un incremento en la utilización del DRS no significará automáticamente un incremento en el registro directo de accionistas (o que titulares reales y registrales sean los mismos) y tampoco una comunicación directa entre emisores y accionistas (ibíd., 54). Esto es debido a que los brokers controlan la relación con sus clientes, y están en situación de convencerlos de que a pesar de que sus acciones están depositadas en DRS, deberían hacerlo a nombre de Cede &Co., alegando que esta posibilidad les permite operar de forma más rápida y confidencial (ibíd., 55).

Lo que no admite discusión es que el sistema que se eligió (aun con las mejoras introducidas en 2008) tiene carencias realmente importantes, tal y como estamos viendo: hay votos que se pierden, errores en su contabilización, y además, la información es alterada. En definitiva, se entorpece el gobierno corporativo de las sociedades. «The incredibly complicated system of U.S corporate voting, a complexity that is driven by the underlying custodial-ownership structure, by dispersed ownership and large tradings volumes, and by the rise of short selling and derivatives[172]».

Si tecnológicamente —que fue la principal razón aducida en 1975 para elegir el actual modelo— no existen razones que impidan el cambio a otro sistema[173], ¿qué razones existen para mantenerlo? Las razones aducidas podemos resumirlas en dos: a) desconocimiento o desidia tanto (I) del Congreso, (II) como de la SEC (al ser un asunto atribuido a dos divisiones distintas de la misma: *market regulation* y *corporate finance*) y (III) su incapacidad para detectar el claro conflicto de intereses que subyace en el sistema cuyo diseño permite a los intermediarios actuar en su propio beneficio y en

[169] Donald, «The rise and effects of the indirect holding system»: 39.
[170] «Beginning January 1, 2008, all issues listed on the NYSE and the Nasdaq Stock Market will have to be eligible for inclusion in the direct registration system (DRS)». Ibíd., 48. Es una norma aprobada por los dos grandes mercados.
[171] Ibídem.
[172] Marcel Kahan y Edward Rock, «The hanging chads of corporate voting», *The Georgetown Law Journal* 96 (2008): 1227.
[173] «There is no technological limitation to generating and distributing such information, as there was in the 1970´s». Donald, «The rise and effects of the indirect holding system», 60.

detrimento de los emisores y accionistas. Y b) las innegables ventajas de los brokers dealers, que podemos resumir en que (i) de esta forma son capaces de asegurarse más fácilmente la lealtad del cliente, (ii) disponen de una mayor cantidad de activos en gestión, y (iii) el prestigio de controlar el denominado *broker vote*, muchas veces utilizado para apoyar a la dirección de la compañía en las juntas[174].

3.2 LA ADECUACIÓN (PARCIAL) DEL RESTO DEL ORDENAMIENTO

Desde que se empezó a utilizar el actual sistema en 1975, se produjo en paralelo una modificación del régimen jurídico de la propiedad de las acciones con el objeto de adecuarlo al modelo indirecto de tenencia de acciones. Era necesario ajustar la normativa mercantil que regulaba la compraventa de títulos valores al nuevo sistema aprobado para compensar y liquidar estas operaciones realizadas en los mercados. Por ello, la sección 8 del Uniform Commercial Code (U.C.C.[175]) dispone que el titular real o beneficial owner de acciones depositadas en una *custodial account* a través de un intermediario (broker), se le considera titular de un *securities entitlement* (es decir, un título para exigir un determinado activo financiero, pero no propietario directo del mismo). Un importante efecto de este sistema es que el cliente final (John Smith de Iowa) devendrá *entitlement holder* en cuanto el intermediario (broker) realice un apunte en sus libros indicando que le ha comprado ciertas acciones; incluso si el bróker, o no ha adquirido las acciones anotadas en su cuenta, ó no tienen una sola a acción de esa compañía (Boeing, por ejemplo).

La sección 8-503 deja claro que la posición de un cliente que tiene una determinada acción, no significa que es titular de una acción concreta, por lo tanto numerada y distinguible de todas las demás emitidas; sino de un interés sobre una cuota parte de todas las acciones de esa clase que tiene el intermediario y que son tenidas en forma común por todos los demás clientes que tienen el mismo tipo de acción (Boeing). Como *securities entitlement holder*, el cliente tiene un derecho preferente sobre las acciones (de Boeing) tenidas en su nombre, frente a cualquier otro acreedor del intermediario financiero[176].

[174] Ibíd., 60-1.
[175] El Uniform Commercial Code fue una propuesta nacida en 1952 y que tenía como objetivo armonizar la legislación mercantil de los estados. El texto inicial ha sido objeto de modificaciones en 1977 y 1994, precisamente para adecuarlo a las «changing techniques of securities settlements» (ibíd., 5). Ha sido incorporado total o parcialmente por todos los estados de la Unión. Véase el estado de Michigan, https://www.michigan.gov/documents/entireuccbook_18831_7.pdf.
[176] Kahan y Rock, «The hanging chads of corporate voting»: 1242.

Mientras que Delaware (y el resto de Estados) en su corporate law, definen al accionista como titular de una cosa concreta —una acción— , la U.C.C. los considera titulares de una cuota parte en la masa fungible de unas acciones determinadas, sin que ninguna de ellas sea atribuida de forma específica a un cliente determinado. Esta discordancia entre los derechos de propiedad implícitos en la concepción de la legislación societaria de los Estados, y los contenidos en el artículo 8 del U.C.C. se pone especialmente de manifiesto en los problemas de *overvoting*[177].

Por lo tanto, la discrepancia reside entre el corporate law y el sistema de tenencia, compensación y liquidación de valores; y no entre este último y el derecho mercantil en lo referente a su regulación de la compraventa de acciones. En afirmación de Kahan y Rock : «while the informal corporate law paradigm view the shareholder as the owner of a thing —a share— the U.C.C. has customers who jointly own an interest in a tangible mass, with no specific shares attributed to any specific customer» (ibíd.).

3.3 PATOLOGÍAS

Realizando una recapitulación de las patologías del sistema que sucintamente hemos expuesto: Sirviéndonos de guía el excelente trabajo de Kahan y Rock sobre el que nos estamos apoyando en estas últimas líneas, podemos distinguir las siguientes: primero, patologías debidas a la complejidad del sistema: a) los proxy materials no llegan a tiempo; b) hay votos que no son debidamente computados; c) inexactitudes en la verificación de que los votos emitidos, lo han sido por quienes están legalmente facultados para ello, y además en el sentido que estos han querido. Segundo, patologías derivadas de la propiedad de las acciones: a) préstamo de acciones; b) *overvoting* cuando existen ventas a corto. Y tercero, patologías derivadas de la separación entre el derecho de voto y el interés económico (*decoupling*): a) *incidental discrepancies* y b) *empty voting* (a las que haremos referencia en el epígrafe 5.1 de este capítulo).

A su vez, podemos agrupar los efectos de estas patologías sobre las votaciones societarias: primero, normalmente se produce un resultado menos reflexivo o de «menor calidad» que el que hubieran producido accionistas bien informados. Segundo, con frecuencia se contabilizan muchas veces más o menos acciones que las que realmente han sido votadas. Tercero, existe una tendencia a que se refuerce o se castigue a ciertos

[177] Ibíd., 1243.

grupos de accionistas. Y cuarto, se constata una potencial influencia en una postura «pro» o «anti» dirección (ibíd., 1267).

Finalmente, estos dos profesores realizan las siguientes propuestas de mejora: A) mejoras progresivas: (a) adecuar la relación entre la record date y la convocatoria de la junta (es decir, reducir el tiempo entre una y otra); (b) inversión de la carga de la prueba en la legislación de Delaware, de manera que quién esgrima la obtención de unos determinados resultados, no gozará de presunción de veracidad, sino que deberá acreditarlos en caso de impugnación y no al revés, como viene sucediendo hasta ahora; B) cambiar el sistema para atribuir a los titulares reales o beneficial ownership la responsabilidad directa sobre el voto, en base a la propuesta de la Business Round Table y Georgeson y C) seguir el modelo Iberclear español para votar a través de un sistema de compensación y pago directos (ibíd., 1270-3).

4. APLICACIÓN PRÁCTICA DEL SISTEMA DE VOTO

La SEC, mediante las facultades que tanto la Securities Act de 1933, como, y sobre todo, la Securities Exchange Act de 1934, le otorgan, regula algunos de los actos societarios que, sin duda, tienen una mayor incidencia en la configuración del actual modelo de gobierno corporativo existente en aquel país. Nos referimos en concreto a las *proxy solicitations* y a las *shareholder´s proposals*, que constituyen las aplicaciones prácticas más visibles del *proxy voting*[178] estadounidense.

4.1 *PROXY SOLICITATION* (Solicitudes de delegación)

Tal y como ya expusimos en el capítulo II de este trabajo, todas las compañías cotizadas (y las no cotizadas también) deben celebrar, al menos, una junta general ordinaria al año[179]. Por lo tanto, las leyes de sociedades de los distintos Estados, así como

[178] Véase SEC, http://www.sec.gov/spotlight/proxyprocess/proxy-transcript050707.pdf. Amplio documento (de 246 páginas) pero muy interesante e ilustrativo, en el que se recogen las conclusiones de una mesa redonda organizada en 2007 por la SEC, denominada «*Roundtable discussions regarding the federal proxy rules and state corporation law*», y en la que intervienen los profesores de Derecho de Sociedades de, quizás, más renombre en el ámbito del gobierno corporativo: Bainbridge, Balotti, Coffee y Romano. Así mismo, intervino el hoy presidente del Tribunal Supremo de Delaware, Leo S. Strine.

[179] «The SEC requires that shareholders of a company whose securities are registered under Section 12 of the Securities Exchange Act of 1934 receive a proxy statement prior to a shareholder meeting, whether an annual or special meeting. The information contained in the statement must be filed with the SEC before soliciting a shareholder vote on the election of directors and the approval of other corporate action.

la legislación y agencias federales, han desarrollado lo que se denomina el *vote by proxy*, algo que nosotros podríamos traducir —por ser en cierta forma equivalente— como voto por delegación. Aunque el derecho de sociedades es una materia competencia de los Estados federados, la representación en las juntas generales de las sociedades mercantiles ha sido regulada por una ley federal. En efecto, las distancias en un país de enormes dimensiones, como es los Estados Unidos de América, hicieron que el legislador federal entendiese que era necesaria una norma que uniformase la representación en las juntas, para que todos los ciudadanos estuviesen obligados por un mismo criterio legal al ejercitar este derecho. Son por tanto, principalmente las grandes distancias; la cultura inversora de aquel país (que hace que en la mayoría de las sociedades cotizadas, el número de accionistas representados sea siempre mucho mayor que el de presentes en la junta[180]) y la utilización de medios interestatales para el ejercicio del voto (principalmente correo[181]), lo que hizo que se regulara la representación en la sección 14a de la antes mencionada Act[182].

Como ya hemos comentado anteriormente, desde los años noventa ha existido un lento pero constante movimiento a favor de los derechos de los accionistas, que se concretó en las *shareholders communication rules* del año 1992, *the internet availability of proxy materials* del año 2007, la limitación del *broker discretionary voting*, y el fallido intento del *proxy Access rules*, ambas del año 2010. Veremos como todas ellas han redundado en un reforzamiento de la posición del accionista, con respecto a la que tenía en la década de los setenta. Otra cosa es que para algunos de los actores aún no sea suficiente, mientras que, por el contrario, para otros se hayan sobrepasado más de una línea roja[183].

4.1.1 Aspectos formales

Solicitations, whether by management or shareholders, must disclose all important facts about the issues on which shareholders are asked to vote». SEC, http://www.sec.gov/answers/proxy.htm.

[180] David Yermack, «Shareholder voting and corporate governance». *Annual Review of Financial Economics* 2 (2010): 103, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523562, 5. En donde refiriéndose a la forma en la que se ejercita el voto en las juntas de accionistas, «nearly all shareholders vote by proxy, sending in votes by mail or Internet rather than attending meetings to vote in person».

[181] Frank A. Gevurtz, *Corporation law*, 2ª ed., (Minnesota: Thompson Reuters. 2010), 245.

[182] Véase James D. Cox, Robert W. Hillman y Donald C. Lagenvoort, *Securities regulation. Selected statutes rules and forms* (Frederick. Maryland: Wolters Kluwer, 2012), 519. En este libro se da una visión práctica de lo que es una *shareholder proposal*.

[183] Véase Lisa M. Fairfax, «The future of shareholder democracy», *Indiana Law Review* 84 (2009):1259; Jeffrey N. Gordon, «Proxy contest in an era of increasing shareholder power», *Vanderbilt Law Review* 61 (2008): 475.

Realmente, el objetivo de cualquier *proxy solicitation* es el poder ejercitar por delegación, el derecho de voto de las acciones de otros accionistas[184]. La SEC establece que se aplicarán las normas de la proxy solicitation cuando un accionista solicite de forma pública delegaciones; o demande el ejercicio o no de una delegación ya conferida; o su revocación; o provea un modelo de delegación; o comunique de cualquier otra forma con los titulares de acciones, bajo circunstancias que razonablemente estén pensadas para provocar la obtención, la abstención o la revocación de una delegación[185]. Dada la trascendencia que la legislación federal otorga a la solicitud pública de delegación, cualquier accionista que la solicite, deberá hacerla pública su solicitud a través de su depósito en la SEC, y lanzar una proxy solicitation de acuerdo con la rule 14(a) de la Comisión, que en este apartado procederemos a exponer.

Cosa distinta es que la legislación federal permita —y aliente— las comunicaciones entre los accionistas para intercambiar información sobre la marcha de la sociedad, y para determinar cómo, en su caso, ejercerán su derecho a votar. Esto no supone un proxy solicitation[186], al no existir la solicitud pública de delegaciones. Esta práctica, sin duda, permite a los accionistas activistas someter a las empresas a una importante presión. En este sentido, la SEC en 2003 exigió a los *mutual funds* y a otras compañías de inversión dar información sobre el sentido de sus votos, así como sobre las políticas y procedimiento de voto, tal y como expondremos en el capítulo V.

Por lo tanto, quien realice esta solicitud pública (bien sea el propio consejo que siempre lo hará[187], o cualquier otro accionista que no esté de acuerdo con las propuestas del órgano de administración) tendrá que preparar y distribuir entre todos los accionistas un proxy statement o documento de delegación[188], en el que se contenga información sobre las materias sobre las que se va a votar. Por lo tanto, el procedimiento especial que exponemos en este apartado, se activa cuando una persona pide expresa y públicamente

[184]Véase Seward & Kissel LLP, «An introduction to the proxy solicitation process» (2009), http://www.sewkis.com/pubs/xprPubDetail.aspx?xpST=PubDetail&pub=181.

[185] Rule 14(a)-2(b) (1).

[186] Rule 14(a)-1 (1) (2) (iv).

[187] Al ser necesario un quórum mínimo para la válida constitución de la junta, el primer interesado en solicitar esa delegación, será el propio consejo. A este respecto, los bylaws de Valero Energy, en su artículo I, sección 6 (*Form of proxy*), estipulan: «The notice of every meeting of the stockholders may be accompanied by a form of proxy approved by the Board of Directors in favor of such person or persons as the Board of Directors may select», normalmente en favor del CEO o del presidente. http://www.valero.com/financial%20documents/bylaws.pdf.

[188] En cuanto a la ya mencionada extensión de estos documentos, uno de los cinco comisionados de la SEC, Daniel M. Gallagher, ya ha solicitado que los mismos sean reconfigurados para que sean «less intimadating for retail investors». Estas palabras las pronunció, precisamente, en el acto de apertura de una mesa redonda convocada por la SEC sobre el proxy voting el 19 de febrero de 2015. SEC http://www.sec.gov/news/statement/opening-statement-proxy-voting-roundtable-gallagher.html.

que se le delegue la representación de acciones para la junta, con el fin de estar facultado para votar en representación de cuantos más accionistas mejor, y así poder sacar adelante sus propuestas.

El proceso comienza con la convocatoria de la junta de accionistas por el consejo, o por alguno de los otros legitimados para hacerlo[189], según señalamos en el capítulo anterior. Si el consejo, o alguno de los accionistas pretende realizar un proxy solicitation, será necesario que deposite (con carácter previo a su envío[190], para su revisión por parte de la SEC) el proxy statement[191] y la tarjeta de delegación. La SEC velará por que cumplan con las normas que regulan esta materia[192]. Otros materiales (*proxy materials*) como es el caso de cartas a accionistas[193], publicidad en prensa y otra información

[189] La rule 14a-4(a) determina que conste en el proxy, en letras mayúsculas, si es solicitado por el consejo de administración, o por alguien ajeno al consejo.

[190] Utilizaremos como ejemplo, la proxy solicitation que tuvo lugar, durante 2014, en torno a la sociedad Ebay. El inversor, y reconocido activista, Carl Icahn, solicitó para la junta general ordinaria de la sociedad que el resto de los accionistas le enviaran sus delegaciones al objeto de poder sacar adelante dos propuestas: una, la escisión de la división de pagos de esta última compañía, denominada Pay pal; y dos, el nombramiento de dos miembros del consejo de administración. Aunque finalmente hubo acuerdo entre la dirección de la compañía e Icahn, las actuaciones realizadas con carácter previo, nos sirven para ilustrar muy gráficamente este capítulo. El *preliminary proxy statement* depositado por eBay, en el que todavía no aparece la fecha en la que se celebrará la junta pero ya incorpora la advertencia de que Icahn va a realizar una shareholder proposal, y que además pretende el nombramiento de dos miembros del consejo: «Please note that the Icahn Group has notified us that it intends to nominate two Icahn Group employees for election as directors to the eBay Board of Directors at the Annual Meeting in opposition to the nominees recommended by our Board of Directors and to present the Icahn Proposal. You may receive solicitation materials from the Icahn Group, including proxy statements and [ ] proxy cards. We are not responsible for the accuracy of any information provided by or relating to the Icahn Group or its nominees contained in solicitation materials filed or disseminated by or on behalf of the Icahn Group or any other statements the Icahn Group may make». Se anuncia a los accionistas que recibirán un proxy statement, así como la tarjeta de delegación. En un segundo párrafo, suplica encarecidamente que no se firme y envié la tarjeta de Icahn (que tradicionalmente tiene color dorado) y que por el contrario se firme la blanca que es la «oficial» de la compañía: «The Board of Directors does not endorse any Icahn Group nominee or the Icahn Proposal and unanimously recommends that you vote on the WHITE proxy card or voting instruction form "FOR ALL" of the nominees proposed by the Board of Directors and "AGAINST" the Icahn Proposal. The Board of Directors strongly urges you not to sign or return any proxy card sent to you by the Icahn Group. If you have previously submitted a proxy card sent to you by the Icahn Group, you can revoke that proxy and vote for our Board of Directors' nominees and on the other matters to be voted on at the Annual Meeting by using the enclosed WHITE proxy card. Only the latest validly executed proxy that you submit will be counted». http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065088/000119312514090232/d661450dprec14a.htm. Véase en el Anexo número 1 de esta Tesis, modelo de tarjeta de delegación de ebay para la junta que comentamos en esta nota.

[191] En la rule 14a-1. Definitions (g); se señala cuál debe ser el contenido mínimo del proxy statement. En concreto es el exigido por la rule 14a-3 (a), que a su vez remite al formulario 14a. Cornell University: http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-101.

[192] La rule 14a-6, titulada «*preliminary proxy statement filing requirements*», indica que el depósito previo del proxy statement, deberá realizarse con cinco copias del mismo, y diez días de antelación a la fecha en la que se vaya a enviar a los accionistas.

[193] Veáse la carta que Carl Icahn manda (y publica en distintos medios) a los accionistas de eBay en http://www.businessinsider.com/carl-icahn-letter-2014-3; así como la contestación de eBay en http://blog.ebay.com/stick-facts-carl/. Nos llama la atención la agresividad con las que son escritas ambas misivas.

suplementaria, no necesitan ser depositados[194]. De todas formas, estos documentos preliminares son públicos, con lo que cualquier interesado podrá tener libre acceso a los mismos, hasta que los definitivos sean registrados. Una vez la SEC ha dado su autorización, se procede al depósito definitivo[195] del proxy statement, junto con ocho copias del mismo, y de toda la documentación que se le acompañe. El plazo para realizar el depósito expira el mismo día en el que este material es enviado a los accionistas[196].

Las normas son muy precisas en cuanto a la forma en la que se ha de presentar la información requerida en el proxy statement, hasta el detalle de exigir que las cantidades deberán representarse en cifras[197], que el tipo de letra sea *roman type* y un tamaño de «*10-point modern time*[198]». Además, se deberá hacer constar cuál es la fecha límite para que los accionistas puedan presentar sus propuestas, y para que puedan ser incorporadas (después de pasar los filtros que veremos) en el proxy statement del «registrant» o emisor[199].

La rule 14a-16 permite la distribución de la documentación que ha de acompañar a las *proxies* a través de su puesta a disposición en una sede electrónica, de cuya existencia se informará a los accionistas, al menos cuarenta días naturales antes de la celebración de la junta. E irá acompañada de una explicación sencilla, de cómo acceder a ellos a través de internet. De todas formas se ha de ofrecer a los accionistas la posibilidad del envío convencional de los mismos a expensas del emisor.

4.1.2 El *proxy contest*

[194] Rule 14-6(a)-(c): no será necesario el depósito preliminar para el caso del proxy statement de una junta en la que solo se van a votar asuntos rutinarios, y sobre los que no existe ningún proxy contest o lucha por las delegaciones.

[195] Véase el caso de eBay, exacto al preliminar, salvo que aparece ya señalada la fecha en la que se celebrará la junta general, 13 de mayo de 2014. SEC, http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065088/000119312514112751/d661450ddefc14a.htm.

[196] Rule 14a-6 (b).

[197] Rule 14a-5(a).

[198] Rule 14a-5(d) (1).

[199] Rule 14a-5(e) (1). Véase como ejemplo la fórmula utilizada por Apple:

> *Requirements for Shareholder Proposals to Be Considered for Inclusion in the Company's Proxy Materials. Proposals that a shareholder intends to present at the 2015 annual meeting of shareholders and wishes to be considered for inclusion in the Company's proxy statement and form of proxy relating to the 2015 annual meeting of shareholders must be received no later than September 12, 2014. All proposals must comply with Rule 14a-8 under the Exchange Act, which lists the requirements for the inclusion of shareholder proposals in company-sponsored proxy materials. Shareholder proposals must be delivered to the Company's Secretary by mail at 1 Infinite Loop, MS: 301-4GC, Cupertino, California 95014, or by email at shareholderproposal@apple.com*».
>
> Apple, http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-14-8074&cik=320193.

El *proxy contest*[200], como su propio nombre indica, es la lucha o contienda entre dos o más grupos, por conseguir el máximo número de delegaciones y así poder sacar adelante sus respectivas propuestas. Casi el 90 por ciento de ellas hacen referencia a disputas por puestos en el consejo, por lo que a este supuesto circunscribiremos nuestra exposición.

En este caso los denominados «insurgentes» (*dissidents*[201]) deberán incorporar en el proxy statement, los datos y méritos de los candidatos que proponen. Serán los accionistas los que en base a los argumentos expuestos por una y otra parte, envíen una u otra proxy card (recordemos que reciben un proxy statement y una proxy card —cada una con el color elegido por su proponente— por cada accionista o grupo de accionista que haya solicitado la proxy) a uno u otro solicitante. Debemos insistir en que, tal y como aparece en el proxy statement de Apple de 2014, los plazos para presentar una shareholder proposal, y una lista alternativa a los candidatos al consejo, son distintos[202].

Una variable de esta norma fue la admisión, tras las modificaciones de 1992, de la llamada *short slate proxy contest*. Esta posibilidad se activa cuando un accionista solicita que se le envíen delegaciones, pero no para cubrir todas las vacantes del consejo, sino un número inferior. Imaginemos que tienen que reelegirse a los diez miembros que integran el consejo de administración, y un accionista solo quiere proponer a dos candidatos (caso de Icahn en eBay, según los ejemplos que acabamos de ver). Tradicionalmente, se entendía que un accionista que no proponía candidatos para todas las vacantes existentes, tenía las de perder ya que la mayoría de los accionistas preferirían enviar su delegación a la propuesta que abarcase a todas las vacantes (normalmente la del consejo en ejercicio[203]). A este respecto, las citadas modificaciones del año 1992 permitieron que el disidente completara su lista con los nombres de los candidatos propuestos por el consejo en ejercicio. En el ejemplo que seguimos, el accionista disidente (que proponía solamente a dos consejeros), tendría que elegir a ocho de entre los diez propuestos por el consejo

[200] Bainbridge, *The new corporate governance*, 210; distingue cuando la contienda es por la presentación por parte de accionistas «*insurgents*» de una lista alternativa de candidatos, en cuyo caso estaremos ante un *election contest*. De cuando el accionista «insurgente» solicite delegaciones para oponerse, o presentar alternativas a otro u otros de los puntos que integran el orden del día. En este caso estaremos ante un *issue contest*. En ambos casos el proceso se duplica. Las dos partes, de forma independiente preparan las tarjetas de delegación, con las justificaciones requeridas, que son enviadas por separado a todos los accionistas.

[201] Ibíd.

[202] Véase nota 196, 9.

[203] La firma de abogados Gibson Dunn, declara: «The rule placed dissident shareholders running short slates of directors at a disadvantage to registrants – shareholders effectively faced a choice between voting for the registrant's full slate of nominees, in order to exercise their full voting rights, or voting for a less than full slate of dissident nominees». http://www.gibsondunn.com/publications/pages/SECGrantsNo-ActionReliefToActivistShareholdersSeekingtoRoundOutShortSlates.aspx.

titular y así completar su lista. También se denomina *round out* (redondeo) de la lista de candidatos. No obstante, la SEC impuso una serie de requisitos: a) determinar claramente cuáles de los candidatos del consejo en ejercicio serán integrados en la proxy card del accionista disidente; b) que en la proxy card se prevea la posibilidad de que cualquier accionista que vaya a enviar su delegación, pueda votar en contra o abstenerse con respecto a alguno de los candidatos; c) dejar perfectamente claro que no existe la seguridad de que los candidatos del consejo en ejercicio quieran servir en el consejo junto con los candidatos propuestos por el disidente.

Es necesario señalar que esta posibilidad está siendo muy utilizada los últimos años, por dos razones. La primera, porque los proxy advisors ven con buenos ojos el hecho de que solo se pretenda una sustitución parcial del consejo. No son amigos de las sustituciones totales ya que, argumentan no sin cierta razón, que toda ruptura radical puede ser peligrosa. La segunda, es que la sustitución parcial tiene menos posibilidades de activar las denominadas *poison puts* o cláusulas contenidas en los contratos de emisión de deuda del *registrant*, que le obligarían a una amortización acelerada de la misma para el caso de una sustitución de la mayoría de los actuales miembros del consejo.

Recientemente, en 2009, la SEC emitió dos *no-action letters*[204] en relación con una solicitud de delegación de votos en la que dos accionistas disidentes habían presentado, por separado *short slates* para la elección de consejeros. Estas *no-action letters*[205], permitieron a cada accionista disidente realizar el redondeo de su lista de candidatos, con la del otro accionista disidente[206]. La SEC expresamente permite que los candidatos

[204] Ambas de 30 de marzo de 2009. La primera: Application of Rule 14a-4(d)(4) to Solicitation for Proposed Minority Slate of Icahn, SEC No-Action Letter (Mar. 30, 2009), SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2009/icahnassociates033009-12h3.htm; y la segunda: Application of Rule 14a-4(d)(4) to Solicitation for Proposed Minority Slate of Eastbourne Capital, L.L.C., SEC No-Action Letter (Mar. 30, 2009), SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2009/eastbournecapital033009-sec14.htm.
Las *no action letters* son el instrumento del que se vale la SEC para expresar que determinado producto, servicio o acción, no infringe la legislación federal. En este caso, la compañía que excluye una shareholder proposal presentada por un accionista, pregunta a los servicios jurídicos de la SEC, si la shareholder proposal incumple los requisitos legalmente exigidos y por lo tanto, la exclusión es adecuada. El personal de la SEC analiza la propuesta rechazada y si efectivamente incumplía la normativa, recomienda que la SEC no actué (no tome ninguna acción) en contra de la acción de la entidad solicitante (en nuestro caso excluir una shareholder proposal del orden del día de la junta). SEC, http://www.sec.gov/answers/noaction.htm. Véase así mismo sobre la no action letter: Cox, Hillman y Lagenvoort, *Securities regulation*, 540; y también, en el mismo sentido.

[205] *No action letters* que realizaron una interpretación extensiva de la rule 14a-4(d); tal y como nos señalan los abogados de Gibson & Dunn: «under an expansive reading of the proviso to the "bona fide nominee" *rule in Exchange Act Rule 14a-4(d*)». Véase nota 200.

[206] En este caso la empresa era Amylin Pharmaceuticals y las dos proxy solicitations se dieron con motivo de la junta general del año 2.009. Los accionistas disidentes eran, Carl Icahn (de nuevo) y Eastbourne

propuestos por ambas partes aparezcan en las listas de cualquiera de los dos, además y si hicieran falta, se podrían incorporar algunos de los propuestos por el consejo en ejercicio. El único límite que impuso la SEC fue que ambas partes no formaran un «grupo» en el sentido señalado en la rule 13D-G[207].

Al margen de otras medidas que pueden existir en los bylaws, y que tienen como objetivo dificultar la toma del control del consejo (nos referimos a las *shark repellents*), realmente el obstáculo principal es el enorme costo económico que implica el lanzar un proxy contest. En efecto, en palabras de Manne, podemos decir que se trata de «the most expensive, the most uncertain, and the least used of the various techniques[208]». Así es, es necesario pagar a abogados, economistas, probablemente empresas especializadas en relaciones públicas, imprentas y servicios de correos para, muchas veces, decenas de miles de accionistas. Por el contrario, según la legislación de la mayoría de los Estados[209], el consejo titular con cargo vigente puede pagar la defensa de su posición con fondos sociales, siempre que «the amounts are reasonable and the contest involve policy cuestions rather than just a purely personal power struggle». Solamente, en el improbable caso de que los «insurgentes» tengan éxito en su campaña y puedan hacerse con el control del consejo, podrán repercutir los gastos a la sociedad.

4.1.3 El derecho a la intimidad en el *proxy voting*

En 1980 la SEC aprobó una serie de normas que permitían a aquellos accionistas que hubieran comprado sus acciones a través de los brokers, elegir si querían tener un contacto directo, o no, con la compañía emisora de las acciones. Si el accionista rechazaba ese posible contacto, se convertía en un *objecting beneficial owner* u OBO[210]. Esto significa que su nombre y dirección no podrían ser entregados por el broker a la sociedad, por lo que solo a través de este tendría relación con aquella. Por el contrario el *non objecting beneficial owner* o NOBO, permite a la compañía que se comunique

---

Capital Management L.L.C; cada uno de los cuales proponía cinco candidatos, para un consejo de doce miembros.

[207] A este respecto, la comisionada Kara M. Stein (también en el *opening statement* de la mesa redonda sobre el proxy statement, celebrada como ya hemos dicho el 19 de febrero de 20 de 2015), aboga por crear una «universal proxy card» en la que aparezcan los nombres de todos los candidatos al consejo (con independencia de quien los proponga), para que cada accionista puede elegir con plena libertad. SEC, http://www.sec.gov/news/statement/ensuring-shareholders-have-meaningful-effective-vote.html.

[208] Henry G. Manne, «Mergers and the market of corporate control», *Journal of Political Economy* 73 (1965): 114.

[209] Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, 221.

[210] Véase «*The OBO/NOBO distinction in beneficial ownership: implications for shareowners communications and voting*», SEC, http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-22.pdf.

directamente con él. La corporation podrá solicitar de los brokers la lista de todos los NOBO; así como sus direcciones postales, pero no sus correos electrónicos. Esta norma hubiera solucionado una parte importante de los problemas de comunicación (entre la emisora y sus accionistas), de no ser por la circunstancia de que esta lista NOBO solo podría ser utilizada con el limitado propósito de enviar el *annual report* o documentos voluntarios, pero no los proxy materials; estos deben ser distribuidos de forma indirecta a través de los intermediarios. Aunque —y en acertada apreciación de Donald— nada, excepto el costo, impedirá al emisor enviar una copia de los proxy materials a los nombres que aparecen en la lista[211]. Aproximadamente el 75 por ciento de los accionistas individuales se han acogido al régimen OBO[212].

El objeto de esta norma es salvaguardar la privacidad de los accionistas (ya veremos como cuando se supera el 5 por ciento del capital social de una sociedad cotizada, en todo caso es obligatorio comunicarlo a la SEC). Así es, el derecho a la intimidad es un derecho vigorosamente protegido por el legislador estadounidense, cuya causa reside en la hipersensibilidad de la sociedad de ese país a todo lo relativo a la defensa de los derechos individuales. Por ello, el voto confidencial, o votación a través de elección con voto secreto, es un aspecto fundamental del *proxy voting system*. En una votación secreta, solo las empresas encargadas del recuento de los votos y los *inspectors of election* pueden examinar las delegaciones individuales y los resultados de las votaciones, ya que a la dirección y a los accionistas solo se les informa de las cifras totales. Mientras que en un sistema de voto abierto, la dirección puede identificar quién ha votado en contra de sus candidatos al consejo (o de sus propuestas), pudiendo volver a solicitar o presionar para que estos accionistas emitan su voto en otro sentido, antes de su recuento[213].

---

[211] Donald, «The rise and effects of the indirect holding system»: 26.

[212] NYSE, http://www.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf.

[213] La página 8 del proxy statement de Apple de 2014, expresamente se menciona esta posibilidad de cambiar el sentido del voto, después de haber votado. Recordemos que esta compañía estructura su proxy statement siguiendo la técnica de pregunta y respuesta. Esta cuestión aparece recogida de la siguiente forma:

> *Can I change my vote after I have voted? You may revoke your proxy and change your vote at any time before the taking of the vote at the Annual Meeting. Prior to the applicable cutoff time, you may change your vote using the Internet or telephone methods described above, in which case only your latest Internet or telephone proxy submitted prior to the Annual Meeting will be counted. You may also revoke your proxy and change your vote by signing and returning a new proxy card or voting instruction form dated as of a later date, or by attending the Annual Meeting and voting in person. However, your attendance at the Annual Meeting will not automatically revoke your proxy unless you properly vote at the Annual Meeting or specifically request that your prior proxy be revoked by delivering a written notice of revocation to the Company's Secretary at 1 Infinite Loop, MS: 301-4GC, Cupertino, California 95014 prior to the Annual Meeting*.

Del análisis de los CGG de referencia, podemos afirmar que el secreto en las votaciones es un aspecto que de una u otra forma va ganando terreno[214], aunque también es cierto que en algunas de ellas, solo serán secretas a requerimiento de parte[215].

4.1.4 El intento de la *proxy access rule*

A este respecto, es necesario mencionar el intento de la SEC de modificar estas normas para las sociedades cotizadas, lo cual sin duda, hubiera causado un «terremoto» corporativo de importantes consecuencias. Tal y como hemos comentado, al proponer el consejo titular en el cargo una lista cerrada con un número de consejeros igual al de vacantes que era necesario renovar (normalmente todos salvo que existan *staggered boards*, que en el caso de sociedades cotizadas es una figura ya casi inexistente), la única fórmula que tenía un accionista o grupo de accionistas, para nombrar otros consejeros, era lanzar un proxy contest, con una lista alternativa. Hemos visto como esto es casi imposible, tanto por el coste económico como por las pocas posibilidades de éxito. Por ello, desde el año 2003, la SEC ha venido manejando diversos borradores de disposiciones cuyo objetivo era permitir a los accionistas que cumplan determinados requisitos, el poder colocar un candidato además de los propuestos por el consejo. El impulso final fue la llegada de la Administración demócrata a la Casa Blanca, así como las mayorías de este partido en ambas cámaras. Además, el nombramiento de Mary Shapiro como presidenta de la SEC aceleró la revisión de la «*proxy access question*». Al mismo tiempo, y con el objeto de no caer en errores pasados (producto de la rivalidad entre la competencia estatal y federal, que la adopción de este tipo de normas en su día ocasionó), en la Dodd-Frank expresamente se habilitó a la SEC para que modificara las

---

Véase nota 196.

[214] Apple, de nuevo en su proxy statement de 2014 se cuestiona: «is my vote confidential? y responde, «Proxy instructions, ballots and voting tabulations that identify individual shareholders are handled in a manner that protects your voting privacy. Your vote will not be disclosed either within the Company or to third parties, except: As necessary to meet applicable legal requirements; to allow for the tabulation and certification of votes; and to facilitate a successful proxy solicitation». Ibíd.

[215] Valgan como ejemplos los siguientes: los CGG de Berkshire Hathaway establecen que a no ser que lo pida un accionista presente o representado, no habrá votación secreta, http://www.berkshirehathaway.com/govern/govern.htm. Los de General Motors estipulan que el voto en las juntas «need not be by written ballot unless the holders of a majority of the votinf power» así lo soliciten, http://www.gm.com/content/dam/gmcom/COMPANY/Investors/Corporate_Governance/PDFs/Corporate_Governance_Guidelines.pdf. Los de AT&T en su artículo I , sección 6, también determinan que «all voting may be by a voice vote, provided that upon demand of a stockholder entitled to vote in person or by proxy, a recorded vote of all shares of stock at the meeting shall be taken», http://www.att.com/gen/investor-relations?pid=5606. Mientras que los de Conocophillips en su artículo II, sección 6, indican que «the board of director, in its discretion, or the officer of the corporation presiding at a meeting of stockholders, in such officer´s discretion, may require that any votes cast at such meeting shall be cast by written ballot», http://www.conocophillips.com/investor-relations/governance/Pages/default.aspx.

proxy access rules[216]. Y con estos antecedentes, la SEC anunció el 25 de agosto de 2010 la aprobación de la rule 14a-11, denominada oficialmente Facilitating Shareholder Director Nominations, Exchange Act. Rel. No.62764[217]. Esta nueva norma exigía a las sociedades cotizadas incluir junto a la lista propuesta por el consejo y que debe aparecer en las tarjetas de delegación, los candidatos propuestos por aquellos accionistas que reunieran los siguientes requisitos: a) fueran titulares del 3 por ciento[218] del capital social de la compañía y b) lo hubiesen sido de forma ininterrumpida durante los últimos tres años. Estos accionistas podrían proponer un único candidato o hasta el 25 por ciento de los puestos del consejo (la mayor de las dos). Extrañamente, tal y como dice Bainbridge[219], esta posibilidad también la tendrían aquellos accionistas minoritarios que, no obstante, tuvieran la posibilidad de controlar la compañía al poder elegir a todos los miembros del consejo. Ya que pueden ser varios los accionistas que cumplan estos requisitos (pocos, como sabemos, en las grandes compañías cotizadas), tendrán prioridad los candidatos propuestos por los accionistas que tengan una mayor participación en el capital social. A pesar de la especial autorización de la Dodd-Frank a la SEC, que antes hemos comentado, lo cierto es que la adopción de esta rule creó fricciones incluso dentro de la propia SEC, ya que algunos de sus comisionados[220] entendían que invadía competencias del derecho de sociedades de los Estados de la Unión.

Como no podía ser de otra forma, la Cámara de Comercio solicitó la anulación de la rule por diversos motivos. Finalmente, en verano de 2011, The Court of Appeals for the District of Columbia declaró la nulidad de la misma, en puridad por un defecto de técnica legislativa, al no haber evaluado la SEC de forma conveniente el impacto económico de la medida. En la sentencia[221], el Tribunal además, realizó dos consideraciones interesantes. La primera era que, debido a los deberes fiduciarios que obligan a los consejeros (equivalentes al de lealtad y diligencia), el consejo que estimara que el candidato

[216] Artículo 971 c) obliga a la SEC a «take into account, among other considerations, whether "proxy access" disproportionately burdens small issuers». https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf.

[217] Véase SEC, http://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf. Voluminoso (451 páginas) pero interesante texto justificativo de la misma.

[218] En la propuesta inicial de la SEC en 2003, era necesario ser propietario de tan solo el 1 por ciento del capital social. Ibíd.

[219] Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, 227.

[220] De los cinco comisionados, los tres demócratas votaron a favor, y los dos republicanos en contra, Joseph A. Grundfest , «The SEC´s proposed proxy access rules: politics, economics and the law». *Business Law* 65 (2010): 379. En Bernard S. Sharfman «Why proxy access is harmful to corporate governance», *The Journal of Corporation Law* 37 (2011): 390

[221] United States Courts of Appeals. District of Columbia Circuit. http://www.cadc.uscourts.gov/internet/opinions.nsf/89BE4D084BA5EBDA852578D5004FBBBE/$file/10-1305-1320103.pdf.

propuesto no era apropiado para la sociedad, tendría que oponerse activamente a la elección del mismo. La segunda, que en contra de la argumentación mantenida por la SEC, no está demostrado en ningún lugar que el activismo accionarial influya positivamente en los resultados de la sociedad[222]. La SEC renunció al recurso pero, sin embargo, anunció la subsanación de aquellos errores que habían causado su anulación. A día de hoy no existe ninguna noticia al respecto[223].

4.2 LAS *SHAREHOLDERS PROPOSALS*

Las sharerholders proposals[224] están reguladas en la sección 14a-8[225] de la Securities Exchange Act de de 1934[226], y de forma un tanto sorprendente para nuestra mentalidad europea, la sección está conformada bajo el formato de pregunta respuesta, con el objeto de facilitar su comprensión[227].

Las shareholder proposals fueron concebidas, inicialmente, como un medio de comunicación entre accionistas y entre estos y la dirección de la compañía[228]. Milton Freeman, el autor del borrador del texto que luego sería la sección 14a-8, explicó en 1954, que él y sus colegas situaron al pequeño accionista con una inversión a largo plazo, como principal beneficiario de la rule[229].

---

[222] En efecto aunque es un argumento que se ha sido esgrimido hasta la saciedad por los defensores del activismo accionarial, existen tantos (o más) estudios que concluyen lo contrario. Haremos referencia a ellos en un momento posterior.

[223] Esta propuesta ha sido muy criticada por parte de la doctrina, véase por todos: Sharfman, «Why proxy access is harmful to corporate governance»: 387.

[224] En anteriores capítulos (sobre todo en el primero) hemos hecho sobrada referencia a su origen, así como al incontestable efecto que estos instrumentos del gobierno corporativo han tenido en la configuración de este. En este apartado descenderemos a su regulación práctica, así como a la utilización que de las mismas están realizando los inversores institucionales más activistas.

[225] SEC, http://www.sec.gov/rules/final/34-40018.htm.

[226] SEC, http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf.

[227] Son trece preguntas que plantea la propia Comisión y que la misma responde, de forma clara y didáctica. Sirvan como ejemplo las números tres y cuatro: «Question 3: How many proposals may I submit? Each shareholder may submit no more than one proposal to a company for a particular shareholders' meeting; Question 4: How long can my proposal be? The proposal, including any accompanying supporting statement, may not exceed 500 words». Cornell University: http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-8.

[228] Dalia Tusk, «Shareholders as proxies: the contours of shareholder democracy», *Washington & Lee Law Review* 63 (2006): 1512.

[229] «The shareholder proposal Rule focused on the most vulnerable among the shareholders…guaranteeing the individual shareholder right to participate was a means of protecting the American ideal of democracy. The New Dealers wanted to recreate the traditional annual meeting reminiscent, perhaps, of the democratic town meeting». Véase en Tsuk, Ibíd., 1551. Por otro lado y una vez más, esta cita nos reafirma en nuestra conclusión de que no solo en gobierno corporativo, sino también el derecho de sociedades estadounidense, esta pensado sobre el esquema de un accionariado, débil, difuso y apático.

Pero contestemos ya a la pregunta ¿Qué es una shareholder proposal[230]? Es la recomendación o requerimiento[231] a la compañía para que, a través de su consejo de administración[232], adopte la propuesta de un accionista, siempre que la misma alcance una mayoría de votos en la junta general.

En primer lugar, tenemos que destacar que no es, por lo tanto, vinculante. Aunque la propuesta obtenga una mayoría de los votos, el órgano de administración puede no ponerla en práctica. No obstante, lógicamente, esta decisión suele tener importantes consecuencias para el consejo, ya que al no cumplir la clara voluntad manifiesta de sus accionistas, verá complicarse sobremanera sus posibilidades de reelección[233]. Atendiendo al grado de activismo de los autores de la propuesta que hubiere obtenido apoyo mayoritario en la junta, la compañía puede ser además objeto de una campaña de prensa —muy normal en EEUU— que perjudique la reputación profesional de sus consejeros[234]. Y en segundo lugar, como veremos en párrafos siguientes, no es posible someter cualquier tipo de materia o asunto a la votación de la junta. Así es, lo que afecta directamente a la gestión y administración de la sociedad, es competencia exclusiva de la dirección; ya que sería inviable el gobierno de una compañía de forma asamblearia o a través de referéndums entre sus accionistas.

---

[230] Cox, Hillman y Lagenvoort, *Securities regulation*, 539.

[231] La norma, literalmente dice «recommendation or requirement». SEC, http://www.sec.gov/rules/final/34-40018.htm.

[232] Normalmente, el encabezamiento va dirigido al consejo de administración, con un texto muy parecido al siguiente, «Shareholders request our Board of Directors to take the steps necessary to adopt a bylaw that prior to the Annual Meeting…». Esta es de una propuesta presentada a Amazon en 2014. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/jamesmcritchieamazon03062014-14a8.pdf.

[233] Por estas razones son cada vez más las compañías que en sus CGG, obligan al consejo a reconsiderar la propuesta, siempre que esta obtenga una mayoría de los votos. Es el caso de los de Walgreen, que indican que si una shareholder proposal obtiene mayoría de votos, el comité de *nominations & governance*, se reunirá dentro de los seis meses siguientes a la junta, para ampliar información sobre la misma, y realizar una presentación al consejo, para que en su caso la reconsidere. http://files.shareholder.com/downloads/WAG/0x0x145606/27D0EB95-0542-44B9-84C0 A5FAA78D49AF/Guidelines.pdf. Lo mismo Goodyear Tyre & Rubber Company, pero en los cuatro meses siguientes, http://investor.goodyear.com/governance.cfm. Los de Chevron simplemente disponen que en este caso la shareholder proposal será reconsiderada por el consejo, http://www.chevron.com/investors/corporategovernance/governanceguidelines/. Sprint Corporation de forma más completa indica en sus CGG que cada shareholder proposal será evaluada por el *nomintating and corporate governance committee*. Tras su evaluación el comité emitirá una recomendación que trasladará al consejo, el cual adoptará el acuerdo que estime se ajusta a derecho. En todo caso deberá motivarse el sentido de la decisión final, http://investors.sprint.com/interactive/lookandfeel/4057219/Corporate-Governance-Guidelines.pdf.

[234] Véase artículo de la revista *Forbes*, en el que se hace eco del activismo del omnipresente y poderosísimo inversor Carl Icahn, que ha capitaneado alguna de las campañas de prensa más sonadas en contra de los consejos de administración de importantísimas sociedades de aquel país. *Forbes Magazine*, http://www.forbes.com/sites/nathanvardi/2013/12/04/carl-icahn-is-wall-streets-person-of-the-year-and-going-after-apple/; blog de Lucian Bebchuk en el que se vanagloria de haber conseguido que el consejo de Home Depot hubiese aceptado una propuesta suya presentada a la junta general de esta sociedad. http://today.law.harvard.edu/bebchuks-proposal-forces-change-in-home-depot-bylaws/.

4.2.1 *Procedural rules*

Analicemos cuáles son las que Fairfax denomina como *procedural rules*[235]*:* ¿quién puede presentar una shareholder proposal[236]? Aquellos accionistas que con un año de antelación a la remisión de la propuesta a la sociedad, hayan tenido invertidos —ininterrumpidamente— al menos, dos mil dólares en acciones de la compañía, o sean propietarios del 1 por ciento del capital[237]. Tendrán que obligarse a mantener esta inversión, como mínimo, hasta la celebración de la junta. Solo se puede realizar una propuesta por cada junta. Así mismo, se limita su extensión[238]: la misma, así como los documentos que la justifiquen, no podrán exceder de 500 palabras[239].

¿Con qué antelación se debe presentar? La propuesta, deberá estar en el domicilio social de la compañía, al menos con ciento veinte días de antelación al día que la compañía envío la documentación sobre la junta (*company´s proxy statement*) el año anterior[240]. Si fuera una junta extraordinaria, «the deadline is a reasonable time before the company begins to print and e-mail its proxy materials».

Una vez recibida la propuesta, la sociedad, si entiende que se ajusta a derecho, la incluirá en el orden del día, en cuyo caso el proponente o su representante legal, tendrá la obligación de asistir a la junta para defenderla[241]. Aunque la propuesta sea incorporada,

[235] Fairfax, *Shareholder democracy*, 65.

[236] Cox, Hillman y Lagenvoort, *Securities regulation*, 539.

[237] Tal y como ya hemos señalado, el complicado sistema de tenencia indirecta de acciones, genera bastantes problemas a la hora de poder acreditar la titularidad de las mismas. Véase como ejemplo el intento de Harley-Davidson por excluir una propuesta del United Brotherhood of Carpenters Pension Fund, que ostentaba una participación en la empresa a través del Amalgamated Bank of Chicago. Aunque finalmente la SEC no le autorizó a excluirla por entender que sí se había acreditado la titularidad. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/unitedbrotherhood021014-14a8.pdf.

[238] Véase *no-action letter* concedida por la SEC a una solicitud de General Electric, en la que esta excluía una propuesta de un accionista, por estar fundamentada en más de 500 palabras, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/jamesjensen123014-14a8.pdf.

[239] Véase nota 204.

[240] Oposición por parte de la sociedad AutoNation a incluir una propuesta en el orden del día de la junta del ejercicio 2014, por haber sido presentada fuera de este plazo. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/boardoftrustees021914-14a8.pdf.

[241] Si no comparece, la sociedad podrá rechazar todas las propuestas que realice el mismo accionista durante las juntas que se celebren los dos años siguientes a su incomparecencia, rule 14a-8 (h) (3). Es el caso de lo acontecido en la última junta general de eBay, en la que la sociedad rechaza una propuesta realizada por determinados los accionistas: Missionary Oblates of Mary Immaculate (the "Oblates"), the Benedictine Sisters of Mount St. Scholastica ("Mount St. Scholastica") y the Sisters of the Holy Spirit and Mary Immaculate (the "Sisters" y junto con los Oblates y Mount St. Scholastica, the "Proponents"), debido a que para la junta general de 2013, presentaron una propuesta, sin que ningún representante acudiera a la misma para su defensa (*rectius*: acudió el sr. Lana, pero llegó tarde), por lo que la sociedad, aplicando lo dispuesto en la mencionada rule 14a-8 (h) (3) rechaza la inclusión de la presentada para la junta de 2014, en los siguientes términos:

Two shareholder proposals were included in the 2013 Proxy Materials-the 2013 Oblates Proposal concerning corporate lobbying disclosures and the 2013 Scholastica Proposal concerning

no significa que la dirección la apoye. De hecho, la ley autoriza a incluir en el proxy statement la recomendación del voto en contra, así como su argumentación[242]. Para el caso de que el proponente entienda que la sociedad, en la oposición a su propuesta, realiza manifestaciones falsas o erróneas, podrá dirigirse a la SEC mediante escrito donde demostrar la incorrección de las argumentaciones en su contra. Finalmente la SEC decidirá al respecto.

4.2.2. *Substantive rules*

Expongamos cuales son las normas que Fairfax denomina *substantive rules.* La compañía puede oponerse a incluir la propuesta en el orden del día de la junta, cuando entienda que la misma incurre en alguna de las trece prohibiciones señaladas en el sección 14a-8[243] y que seguidamente pasamos a exponer[244]: a) cuando no puede ser presentada como propuesta de accionistas, de acuerdo con la ley de sociedades del Estado en el que la compañía tiene su domicilio social[245]; b) si la propuesta, de aprobarse e implantarse, supusiese la infracción de alguna ley por parte de la compañía[246]; c) si la misma es contraria a la regulación que impone la SEC en la rule 14a-9 de la Securities Exchange

privacy and data security. Each of the Oblates and Mount St. Scholastica (in conjunction with its co-filer, Trillium Asset Management Corporation) appointed Mr. William Lana to act as their representative for the 2013 Oblates Proposal and 2013 Scholastica Proposal, respectively, and Mr. Lana was charged with presenting both proposals at the 2013 Annual Meeting. Mr. Lana arrived after the 2013 Annual Meeting had been formally adjourned, and was present for part of the informal portion of the 2013 Annual Meeting involving a presentation by and Q&A session with the Company's CEO. At approximately 8:30a.m. Pacific time, Mr. Lana approached Michael Jacobson, the General Counsel and Corporate Secretary of the Company, after the end of the formal and informal portions of the 2013 Annual Meeting. Mr. Lana introduced himself and apologized for arriving late to the 2013 Annual Meeting, noting that it was his fault for being late.
SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/missionaryoblates032514-14a8.pdf.

[242] Véase proxy statement de Apple, en cuya página 45, la compañía se opone a una shareholder proposal de un accionista. Nota 196.

[243] Cox, Hillman y Lagenvoort, *Securities regulation*, 541.

[244] Ilustraremos algunas de ellas con ejemplos muy recientes de shareholder proposals, aparecidas en los proxy statement de importantes compañías cotizadas.

[245] Véase propuesta presentada ante la compañía Verizon Communications, excluida por la sociedad (y la SEC ratifica la exclusión), fundamentándola en que la misma es contraria a lo dispuesto en el corporate law del estado de Delaware, donde la sociedad tiene su domicilio social. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/haroldplog030614-14a8.pdf.

[246] Véase SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/qubeinvestment010214-14a8.pdf. Exclusión de una propuesta realizada a la junta de 2014 de Exelon, por entender la compañía, y ratificar la SEC, que incurría en esta prohibición. «That the Board of Directors and/or the Compensation Committee limit the individual total compensation for each Named Executive Officer (NEO) to ONE HUNDRED TIMES the median annual total compensation paid to all employees of the company. This pay ratio cap will be the same as as [sic] required [sic] by the SEC when reporting under Item 402 of Regulation S-K using U.S. Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)». Tanto la compañía como la SEC entendieron que esa propuesta iría contra lo dispuesto en el corporate law del estado de Pennsylvania, que determina que el consejo de administración es el órgano social autorizado para fijar en cualquier momento la retribución de los miembros de la alta dirección de la sociedad y del resto de empleados.

Act[247] (es decir, cuando se realiza una afirmación falsa o engañosa); d) cuando la propuesta tenga como objetivo una reclamación personal contra la sociedad o un directivo, o se realice en interés individual del proponente[248]; e) que se refiera a operaciones que signifiquen menos del 5 por ciento de los activos de la compañía al cierre del ejercicio económico más reciente; o menos que el 5 por ciento de sus ingresos netos o ventas brutas al cierre del último ejercicio; y que además no esté significativamente relacionada con el negocio de la compañía; f) si la compañía careciera del poder o autoridad para implantar la propuesta[249]; g) si la propuesta se refiere a una materia relacionada con la gestión ordinaria de sus negocios[250]; h) si hace referencia a la elección de miembros del consejo de administración u otro órgano de administración[251]; i) si la

[247] Véase el intento de exclusión de una shareholder proposal, por parte de la compañía Archer Daniel Midlands, alegando que incurría en esta prohibición; aunque finalmente no fue aceptada por la SEC. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/williamsteinercheveddenad121714-14a8.pdf. Aunque la propuesta se refería a la idoneidad de separar el cargo de CEO y el de presidente, la sociedad trató de oponerse alegando que en la propuesta se habían confundido los datos profesionales y de antigüedad en el consejo de los distintos consejeros (y por lo tanto, se realizaban afirmaciones falsas). Pero finalmente la SEC, entendió que los errores materiales en los que el accionista proponente había incurrido, no afectaban al objetivo final de la propuesta que era, como ya hemos dicho, separar el cargo del presidente y el de CEO. Por cierto, el accionista proponente, William Steiner, delegó sus votos en John Chevedden, activista de los derechos de los accionistas que sin ser un gran inversor como son Warren Buffett y Carl Icahn, ha desplegado una actividad frenética los últimos años. Podemos decir que es un verdadero *gadfly* (tábano) del siglo XXI. A este respecto véase artículo del *Wall Street Journal* de 12 de marzo de 2014, en el que se hace eco, de que este activista ha sido demandado por cuatro grandes compañías, que han alegado que ha abusado del *proxy process*, con el resultado de haberles hecho incurrir en una serie de gastos innecesarios (en asesores varios) en claro prejuicio de los intereses sociales. Además, el portavoz del gigante farmacéutico Express Scripts, también acusó a este intrépido batallador, de falta de rigor y de confundirse demasiado a menudo en las afirmaciones que realiza en sus propuestas (volvemos al origen de esta nota, es decir, realizar manifestaciones falsas o engañosas), debido a las miles de ellas que presenta en las juntas de las grandes sociedades cotizadas. *WSJ*, http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303546204579435512380561526.

[248] Es el caso de la propuesta que el accionista Mr. Lindner presentó para ser discutida en la junta de IBM, y que la compañía excluyó (y luego la SEC ratificó) por encontrarse en este supuesto. En concreto, la propia SEC señala que la presentación de la propuesta fue un episodio más en la larga lista de pleitos y reclamaciones presentadas por ese accionista ante los tribunales de justicia y ante la propia SEC, relativos a la propiedad industrial de un *electronic stored information system* y que parece ser la justicia reconoció a IBM. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/perterlindner020614-14a8.pdf.

[249] El Massachuttes Laborers` Pension Fund, accionista de Pacific Gas & Electric Company, sometió a la compañía la propuesta de establecer un comité de supervisión de riesgos en el consejo de administración al que habría que atribuirle determinadas facultades que son competencia del *audit committee*. Aunque finalmente la misma fue retirada por sus proponentes, la compañía se opuso invocando este apartado, ya que no tiene la facultad de sustraer determinadas facultades al *audit committee* que le son asignadas por ley (en concreto la SOX Act). SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/massachusettslaborers013014-14a8.pdf.

[250] Véase la contestación de la SEC a la solicitud de Coca Cola para que le autorizase a excluir la propuesta (buscaba, y en este caso, obtuvo una *no action letter* de la SEC), alegando que la misma incurría en esta prohibición. En concreto la propuesta pretendía influir en la política retributiva o salarial de Coca Cola, por lo que la misma fue excluida por entender la propia compañía y la SEC que se inmiscuía en el ámbito de la gestión ordinaria de los negocios. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/eltonshepherd010814-14a8.pdf.

[251] Véase contestación de la SEC a propuesta de accionista de la sociedad NeuStar, ya que aunque inicialmente admite su exclusión, por entender que incurre en esta prohibición; permite y «aconseja al

propuesta está en contradicción con alguno de los puntos del orden del día propuestos por la dirección de la sociedad[252]; si bien debido a dudas surgidas sobre el ámbito y aplicación de la misma, han llevado a la SEC —a requerimiento de su presidenta— a no emitir opiniones sobre su aplicabilidad durante la «current proxy season [253]»; j) si la propuesta estuviera ya sustancialmente implantada por la sociedad[254]; k) si duplica de manera sustancial otra propuesta solicitada por otro accionista, que ya estaba incorporada al orden del día[255]; l) si es similar a otra propuesta presentada, en los tres años anteriores y no hubiera obtenido un número de votos determinado (del 3 por ciento al 10 por ciento, dependiendo del número de veces que haya sido presentada)[256] ; m) si la propuesta hace referencia al reparto de dividendos[257].

Si la sociedad entiende que la propuesta incurre en alguna de ellas, deberá comunicarlo a la SEC y al accionista proponente, antes de los ochenta días anteriores al día en el que la compañía remita el proxy statement definitivo a la SEC. El accionista podrá, a su vez, remitir información a la SEC en la que oponga sus argumentos a los empleados por la compañía para negarse a incorporar la propuesta. Finalmente será la

---

accionista como modificarla para que la misma no pueda ser excluida por la compañía de la junta. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/johncheveddenneustar031914-14a8.pdf.

[252] Véase propuesta excluida por alegar la compañía Community Health Systems, y ratificar la SEC, que incurría en la prohibición contenida en este epígrafe. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/amalgamatedbank030714-14a8.pdf.

[253] «In light of Chair´s White´s direction to the staff to review Rule 14a-8(i)(9) and report to the commission on its review, the Division of Corporation Finance will express no views on the application of Rule 14a-8(i)(9) during the current proxy season», nota de 16 de enero de 2015. SEC, http://sec.gov/news/statement/-on-conflicting-proxy-proposals.html.

[254] Véase propuesta para la junta de 2014 excluida por alegar la compañía Elli Mae, y ratificar la SEC, que incurría en la prohibición contenida en este epígrafe. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/myrayoungellie031914-14a8.pdf.

[255] Es el caso de una propuesta presentada a la junta de Exxonmobil, que aunque finalmente fue admitida por la SEC. La sociedad trata de rechazar en base a esta norma, con el siguiente argumento:

> The Company's letter argues that the Proposal may be excluded "because the Proposal "substantially duplicate[s] another shareholder proposal, the Dominican Proposal... that was previously submitted to the Company and that the Company intends to include in the 2014 Proxy Materials." Specifically, the Company seeks to exclude the Proposal on the grounds that it is substantially identical to a proposal the Company received on December 3, 2013 from the Sisters of St. Dominic of Caldwell New Jersey (the "Dominican Proposal," attached as Exhibit B). We disagree with the Company's view and urge the Staff to deny the Company's no action request on the following grounds.
>
> SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/christopherreynolds031714-14a8.pdf.

[256] Véase propuesta presentada para ser incluida en la junta general de la petrolera Chevron, y que causó una *no action letter* de la SEC, al admitir la oposición de la compañía, que alegó que la misma propuesta se había presentado en las juntas de 2010, 2011 y 2013, sin que en la última de ellas alcanzase el diez por ciento de los votos (alcanzó el 7,57 por ciento). SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/andrewbehar022714-14a8.pdf.

[257] Véase la respuesta de la SEC a la solicitud de Citygroup de que se emitiese una *no action letter*, por entender que la propuesta presentada para ser votada en la junta de 2014, incurría en esta prohibición. SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/andrewbehar022714-14a8.pdf.

SEC la que decida, a través de una *no-action letters*[258] que puede ser objeto de revisión ante la jurisdicción ordinaria[259].

Las propuestas presentadas pueden retirarse antes de que se celebre la junta, fundamentalmente por dos razones: porque se ha llegado un acuerdo con la sociedad, en el sentido de que dará satisfacción, total o parcialmente, al contenido de la misma[260] o porque el proponente se percata (después de recibir una comunicación de la sociedad que obligatoriamente tiene que enviarle informándole del error y dándole un plazo de catorce

[258]Además de la nota 204, Natascha Van Der Zwan, «The making of shared capitalism: business, labor and corporate Accountability in the late twenty century». Paper presentado en el workshop for the Study of Employee Ownership, Profit-sharing and Broad-Based Stock Options; Rutgers University, New Brunswick, New Jersey (febrero 2011). http://smlr.rutgers.edu/2011-making-of-shared-capitalism-business-labor-and-corporate-accountability-natascha-van-der-zwan, nos señala que «the Division will not recommend enforcement action to the Commision if the Company omits the proposal from its proxy materials».

[259] Véase la contestación de la SEC a una petición de IBM solicitando una *no-action letter* para una propuesta presentada por el accionista Peter Lindner, para ser debatida en la junta general que se celebró en abril de 2014. La SEC se encarga de recordar que a este respecto son los Tribunales los que tienen la última palabra:

> *It is important to note that the staffs and Commissio's no-action responses to Rule 14a-8(j) submissions reflect only infomal views. The determinations·reached in these no action letters do not and cannot adjudicate the merits of a company's position with respect to the proposal. Only a court such a U.S. District Court can decide whether a company is obligated to include shareholder proposals in its proxy materials, Accordingly a discretionary determination not to recommend or take Commission enforcement action, does not preclude a proponent, or any shareholder of a company, from pursuing any rights he or she may have against the company in court, should the management omit the proposal from the company's proxy material.*
>
> SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/perterlindner020614-14a8.pdf.

[260] Véanse los siguientes ejemplos: propuesta presentada de forma conjunta, por accionistas de UAW Retiree Medical Benefits Trust ("Trust"), and co-sponsored by Mercy Investment Services, Inc. ("Mercy Investment Services") and Catholic Health East Consolidated Master Retirement Fund ("Catholic Health East"), ante la junta general ordinaria de McDonalds, que fue retirada antes de su celebración por sus proponentes en base al siguiente argumento: «the Trust is withdrawing its proposal after receiving notice that the Sustainability and Corporate Responsibility Committee ("Committee") of the Company's Board of Directors approved a human rights risk assessment that substantially covers the information requested in the Trust's 2014 shareholder resolution. The human rights risk assessment was approved by the Committee on January 9, 2014, and posted on the Company's website shortly thereafter». SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/uawretireemcdonalds012814-14a8.pdf; De igual forma se presentó propuesta para ser sometida a la junta general ordinaria de Visa. También fue retirada en base al siguiente argumento que el proponente hizo llegar a la SEC:

> *I received formal written notification this evening from Ariela St. Pierre of Visa Inc. that the Nominating and Corporate Governance Committee of Visa's Board of Directors today approved the insertion of the below language in the company's Political Participation, Lobbying and Contributions Policy:*
>
> *Consistent with applicable law, Visa will not take any adverse employment action against an employee on the basis of his or her personal political affiliation or lawful political activity.*
>
> *Ms. St. Pierre also has informed me that Visa Inc. will now work with its external provider to have the amended policy placed on its website. As a result of this development I now believe Visa Inc. has substantially implemented my proposal and I am writing now to formally withdraw it from consideration at the 2015Visa Inc. meeting of shareholders.*

SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/amyridenour102314-14a8.pdf.

días para subsanarlo[261]) de que su propuesta ha infringido algunos de los requisitos formales exigidos, y no puede o quiere subsanarlos en el mencionado plazo[262].

En base a los dispuesto en la rule 14a-4 (c), cabe presentar propuestas el mismo día en que se celebra la junta (son las denominadas *flor resolution*s[263]). Debido a que, en este caso, los proxies, (o información sobre la junta y el orden del día) ya han sido enviados a los accionistas, y estos ya han ejercido su derecho de voto a través del instituto de la representación; la dirección de la empresa (que es en favor de quien mayoritariamente se otorga la representación) podrá votar con libertad sobre ese nuevo punto del orden del día (insistimos: no incorporado al enviado a los accionistas). Por lo que si la propuesta es contraria a los intereses de la dirección de la sociedad, las posibilidades de éxito son mínimas[264].

Finalizaremos este apartado dando los principales datos de la *proxy season* de 2013 y 2014[265], según estudios publicados el 11 de enero de 2014, y el 25 de junio del mismo año por la consultora Gibson Dunn[266]. Según este informe, en 2014 se presentaron 901 propuestas, frente a las 820 del 2013, y las 739 del 2012. El tipo de petición más solicitada en el 2014 hacía referencia a la solicitud de información sobre las actividades de lobby, mientras que en el 2013 tenía como objetivo limitar o pedir información sobre

[261] Rule 14a-8 (f).

[262] Como es el caso de una propuesta presentada por un accionista del Bank of America que, a entender del banco, incumplía la norma referida a que la justificación de la propuesta no puede superar las 500 palabras, por lo que solicita de la SEC que: «We hereby respectfully request that the Staff concur in our view that the Proposal may properly be excluded from the 2014 Proxy Materials pursuant to: Rule 14a-8(d) and Rule 14a-8(f)(l) because the Proposal exceeds 500 words». SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/bartlettnaylorboa030614-14a8.pdf; La presentada a la junta de Exxonmobil, que la sociedad rechazó por no haberse acreditado ni la titularidad de las acciones, ni que hubiesen sido tenidas por un plazo de al menos un año, por lo que la SEC emite una *non-action letter* en los siguientes términos: «there appears to be some basis for your view that ExxonMobil may exclude the proposal under rule 14a-8(t). We note that the proponent appears to have failed to supply, within 14 days of receipt of ExxonMobil' s request, documentary support sufficiently evidencing that it satisfied the minimum ownership requirement for the one-year period as required by rule 14a-8(b). Accordingly, we will not recommend enforcement action to the Commission if ExxonMobil omits the proposal from its proxy materials in reliance on rules 14a-8(b) and 14a-8(t)». SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/qubeinvestmentexxon022414-14a8.pdf.

[263] En el proxy statement de Apple de 2014, hace referencia indirecta a estas cuando indica «The Company knows of no other matters to be submitted to the shareholders at the Annual Meeting. If any other matters properly come before the shareholders at the Annual Meeting, it is the intention of the persons named on the proxy to vote the shares represented thereby on such matters in accordance with their best judgment». http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-13-5529&cik=320193, 48.

[264] Esta posibilidad conlleva, además, otros problemas, en los que no podemos detenernos. Véase Stewart S. Schwab y Randall S. Thomas, «Realigning corporate governance»: 1066.

[265] *Proxy season*, es como se denomina en la «jerga» de la SEC a los últimos meses de cada año y los primeros del siguiente, que es el periodo de tiempo que coincide con la preparación de las juntas de accionistas y que finaliza con la celebración de estas.

[266] http://www.gibsondunn.com/publications/pages/Shareholder-Proposal-Developments-2013-Proxy-Season.aspx. y http://www.gibsondunn.com/publications/pages/Shareholder-Proposal-Developments-During-2014-Proxy-Season.aspx.

las contribuciones que, en su caso, la empresa hubiera realizado a algún tipo de campaña política (115); en segunda posición, el pasado año, la tienen las que solicitaban separación del cargo de presidente de la compañía y CEO, mientras que en el 2013 fueron las que solicitaban la desclasificación de los consejos de administración, en el sentido que sus todos sus miembros sean elegidos a la vez, y por periodos de tiempo no superiores a tres años (79). En el 2014, el tercer lugar lo alcanzaron (y posicionándose por primera vez entre las tres primeras) las relacionadas con el cambio climático[267], mientras que en el 2013 fue la de prohibir la concurrencia en la misma persona del cargo de presidente del consejo y CEO de la sociedad (es decir, la que el año pasado fue segunda) (70). La media de votos obtenidos por las propuestas fue del 34,4 por ciento; y solo el 19 por ciento fue capaz de concitar una mayoría de votos[268].

Véase en lo que se refiere a las *no actions letters*, el trabajo de Beth M. Young, aunque referido al ejercicio de 2008, señala que la SEC concede el 65 por ciento de las *no action letters* solicitadas por las compañías; deniega un 22 por ciento y son retiradas un 13 por ciento. Además, afirma que los accionistas individuales suelen tener más problemas con las *procedural rules*, mientras que los inversores institucionales con las normas substantivas y en concreto con la que prohíbe presentar propuestas relacionadas con la gestión ordinaria de los negocios[269].

5. El PROBLEMA DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

Tras el estudio de los bylaws y los CGG de las grandes compañías estadounidenses, no podemos sino concluir que se está incluyendo en ambos documentos corporativos, de forma acelerada, la prohibición (a la dirección, en general y al consejo, en particular) de contratar o instrumentalizar lo que comúnmente se denominan derivados

[267] Véase la presentada ante la junta general de ExxonMobil en la que el accionista solicita de la compañía que: «ExxonMobil prepare a report by September 2014, omitting proprietary information and prepared at reasonable cost, on the Company's strategy to address the risk of stranded assets presented by global climate change, including analysis of long and short term financial and operational risks to the company». SEC, http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/christopherreynolds031714-14a8.pdf.

[268] También la presidenta de la SEC, Mary Jo White, en un discurso que pronuncio en la apertura de las joranadas organizadas por el Instituto de Derecho Societario de la Universidad de Tulane, Nueva Orleans el 19 de marzo de 2015, señaló, comentando la proxy season de 2014, la emergente fuerza en cuanto activistas de los Hedge Funds, así como el cada vez mayor diálogo que se aprecia entre los inversores institucionales y el management de las empresas. http://www.sec.gov/news/speech/observations-on-shareholders-2015.html.

[269] Beth M. Young, «Sec no-action determinations: different fates for individual and institutional shareholders and the impact of reform». *The corporate governance advisor* 2 (2009)17: 22.

financieros, cuando utilicen como activo subyacente acciones de la compañía con la que ambos grupos están vinculados[270]. Igualmente, a los accionistas también se les obliga a informar cada vez que quieran ejercitar alguno de los derechos que les otorga la ley y los estatutos, de cuál es su verdadera posición a estos efectos en la sociedad[271]. La

[270] En este sentido, el 9 de febrero de 2015 la SEC ha presentado una propuesta de rule a la que se ha denominado «Disclosure of hedging by employees, officers and directors». La misma tiene como objeto el dar cumplimiento al mandato de la sección 955 de la Dodd Frank Act. En síntesis y tal y como se cita en el texto de la misma:

> *We are proposing amendments to our rules to implement Section 955 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, which requires annual meeting proxy statement disclosure of whether employees or members of the board of directors are permitted to engage in transactions to hedge or offset any decrease in the market value of equity securities granted to the employee or board member as compensation, or held directly or indirectly by the employee or board member. The proposed disclosure would be required in a proxy statement or information statement relating to an election of directors, whether by vote of security holders at a meeting or an action authorized by written consent", para proseguir mas adelante "We propose to implement Section 14(j) by adding new paragraph (i) to Item 407 of Regulation S-K to require companies to disclose whether they permit employees and directors to hedge their company's securities. We believe that the disclosure called for by Section 14(j) is primarily corporate governance-related because it requires a company to provide in its proxy statement information giving shareholders insight into whether the company has policies affecting how the equity holdings and equity compensation of all of a company's employees and directors may or may not align with shareholders' interests.*
>
> SEC, https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/33-9723.pdf.

[271] Veamos algunos ejemplos. General Motors se refiere al mismo en sus bylaws como «*derivative interest*», y lo define de forma amplia:

> *"Derivative Interest" shall mean (i) any option, warrant, convertible security, appreciation right or similar right with an exercise, conversion or exchange privilege, or a settlement payment or mechanism, related to any security of the Corporation, or any similar instrument with a value derived in whole or in part from the value of any security of the Corporation, in any such case whether or not it is subject to settlement in any security of the Corporation or otherwise and (ii) any arrangement, agreement or understanding (including any short position or any borrowing or lending of any securities) which includes an opportunity for the stockholder, Stockholder Associated Person, Proposed Nominee, or Proposed Nominee Associated Person (as applicable), directly or indirectly, to profit or share in any profit derived from any increase or decrease in the value of any security of the Corporation, to mitigate any loss or manage any risk associated with any increase or decrease in the value of any security of the Corporation or to increase or decrease the number of securities of the Corporation which such person is or will be entitled to vote or direct the vote, in any case whether or not it is subject to settlement in any security of the Corporation or otherwise; provided, however, that Derivative Interests shall not include: (a) rights of a pledgee under a bona fide pledge of any security of the Corporation; (b) rights applicable to all holders of a class or series of securities of the Corporation to receive securities of the Corporation pro rata, or obligations to dispose of securities of the Corporation, as a result of a merger, exchange offer or consolidation involving the Corporation; (c) rights or obligations to surrender any number or principal amount of securities of the Corporation, or have any number or principal amount of securities of the Corporation withheld, upon the receipt or exercise of a derivative security or the receipt or vesting of any securities, in order to satisfy the exercise price or the tax withholding consequences of receipt, exercise, or vesting; (d) interests in broad-based index options, broad-based index futures, and broad-based publicly traded market baskets of stocks approved for trading by the appropriate federal governmental authority; (e) interests or rights to participate in employee benefit plans of the Corporation held by current or former directors, employees, consultants or agents of the Corporation; or (f) options granted to an underwriter in a registered public offering for the purpose of satisfying over-allotments in such offering.*

proliferación de este tipo de cláusulas nos da la verdadera dimensión de cómo está siendo percibido este problema, y de que hasta ahora, las soluciones llevadas a la práctica —ya adelantamos— quedaban circunscritas al ámbito de la información. Obligaciones de información que en palabras de los profesores Barry, Hatfield y Kominers, fueron: «crafted without derivatives in mind —remains overmatched by the strategies that can be employed from a full menu of available decoupling services[272]». En efecto, totalmente superadas por la realidad.

Nuestra intención en este epígrafe es exclusivamente, poner de manifiesto una realidad que, creemos, puede llegar a transformar el gobierno corporativo de las sociedades de forma radical. Somos conscientes de que esta es una materia que admite su estudio desde diferentes direcciones, por lo que o la encapsulamos y limitamos su explicación a la incidencia que los mismos pueden tener sobre el objeto de esta Tesis; o podría desbordarnos y quedar sepultados por la amplitud infinita de su problemática. Por ello, nos ceñiremos a exponer de manera sucinta y sin ninguna pretensión exhaustiva[273],

---

Artículo I, sección 1.11. (3)A. SEC, https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/33-9723.pdf. Los de Wall-Mart Stores hacen referencia, en cambio, a *disclosable interest*, http://stock.walmart.com/corporate-governance/governance-documents/; o los de Walt Disney en los que estas prácticas se recogen en lo que han venido a denominar como *net long shares* http://cdn.media.ir.thewaltdisneycompany.com/forms/disney-bylaws.pdf ; los de Lockheed Martin en su artículo I sección 1.02 que de forma más sucinta exigen a los accionistas que quieran convocar una junta general extraordinaria , entre otras cosas «a description of A) any agreement, arrangement or understanding (including and derivative or short position, profits interests, options, hedging transactions, borrowing or lending of secutities or proxy or voting agreements)» http://www.lockheedmartin.com/content/dam/lockheed/data/corporate/documents/Lockheed-Martin-Bylaws.pdf. ; los bylaws de FedEx, en su artículo II sección 12 (d)obligan a comunicar a la compañía, a todo accionista que quiera solicitar la inclusión de un nuevo punto en el orden del día propuesto por el consejo, y por escrito «any hedging transactions in effect as of the record date» ; http://investors.fedex.com/governance-and-citizenship/policies/bylaws/default.aspx. ; los bylaws de J.P. Morgan Chase en su artículo I, sección 1.02 (b) (1) se refieren a net *long position* pero remitiéndose a la regulación de la misma que se hace en la rule 14e-4 de la SEA, es decir, «A net long position refers to the ammount of shares an investor is long reduced by any shares the investor is short in in the respective security» http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/document/235721_2013-09-17_By-Laws_ada.pdf. En último lugar el artículo I, sección 5 (*special meetings*) de los bylaws de Coca Cola, en los que se utiliza el término *net long beneficial ownership* para describir «the nature of a shareholder´s ownership of common stock of the Company, shall mean those shares of common stock of the Company as to which the shareholder in question possesses (x) the sole power to vote or direct the voting, (y) the sole economic incidents of ownership (including the sole rights to profits and the sole risk of loss), and (z) the sole power to dispose of or direct the disposition. The number of shares calculated in accordance with clauses (x), (y) y (z) shall not include any shares (1) sold by such shareholder in any transaction that has not been settled or closed, (2) borrowed by such shareholder for any purposes or purchased by such shareholder pursuant to an agreement to resell or (3) subject to any option, warrant, derivative or other agreement or understanding». http://www.coca-colacompany.com/investors/by-laws#TCCC.

[272] Jordan M. Barry, John William Hatfield y Scott Duke Kominers, «On derivative markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership», *Virginia Law Review* 99 (2013): 1154.

[273] Véase Stephen A. Ross et al., *Corporate finance*, 6ª ed. (New York: McGraw Hill, 2002), 695. Y en nuestro derecho, el magnífico trabajo de Ana Felícitas Muñoz Pérez, *Los derivados financieros equity y el gobierno corporativo de las sociedades* (Madrid: Marcial Pons, 2013).

en qué consiste este riesgo cierto que anunciamos[274], así como las soluciones propuestas por la doctrina.

Con este fin, y aunque el término derivado[275] tiene en el mundo financiero un significado mucho más amplio, nosotros lo utilizaremos exclusivamente en el sentido de contrato creador de derechos y obligaciones. Normalmente, contrato a plazos que para el caso de negociarse en un mercado organizado se denomina de futuros[276]. En este sentido, el contrato sobre derivados es la principal fuente u origen del *decoupling* o separación de los derechos que tradicionalmente, y de forma unitaria, se agrupaban en cada acción[277]. Pero el *decoupling* no requiere el uso de derivados en todo caso. Simplemente afirmamos que es la forma más económica y fácil de conseguirlo, por lo que será el medio normalmente elegido.

---

[274] «Decoupling practices, which seemed both clever and innovative in their earliest days now represent a growing thread to corporate law». Michael C. Macchiarola «Consciously decoupling: a response to professors Barry, Hatfield y Kominers». *Virginia Law Review On Line* 100 (2014): 39.

[275] Véase SEC, «Use of derivatives by investment companies under the investment company act of 1940», http://www.sec.gov/rules/concept/2011/ic-29776.pdf, 3.

> *See, e.g., Board Oversight of Derivatives, Independent Directors Council Task Force Report (July 2008) ("2008 IDC Report") at 1, 3, available at http://www.ici.org/pdf/ppr_08_derivatives.pdf. See also Mutual Funds and Derivative Instruments, Division of Investment Management Memorandum transmitted by Chairman Levitt to Representatives Markey and Fields (Sept. 26, 1994) ("1994 Report") at text accompanying n. 1 ("[t]he term 'derivative' is generally defined as an instrument whose value is based upon, or derived from, some underlying index, reference rate (e.g., interest rates or currency exchange rates), security, commodity, or other asset."), and at n. 2 (the "term 'derivative' generally is used to embrace forward contracts, futures, swaps, and options"), available at http://www.sec.gov/news/studies/deriv.txt; John C. Hull, Options, Futures, and Other Derivatives (7th ed. 2009) ("Hull") at 1, 779 ("A derivative can be defined as a financial instrument whose value depends on (or derives from) the values of other, more basic underlying variables," and a derivative is an "instrument whose price depends on, or is derived from, the price of another asset") (italics in original); rule 3b-13 under the Exchange Act, which defines "eligible OTC derivative instrument," and rule 16a-1(c) under the Exchange Act, which defines "derivative securities;" section 5200(b) of the Revised Statutes of the United States [12 U.S.C. 84(b)] (as amended by section 610(a)(3) of the Dodd-Frank Act, supra note 2), which defines a "derivative transaction" to include "any transaction that is a contract, agreement, swap, warrant, note, or option that is based, in whole or in part, on the value of, any interest in, or any quantitative measure or the occurrence of any event relating to, one or more commodities, securities, currencies, interest or other rates, indices, or other assets.*

En el texto transcrito aparecen recogidos diversos conceptos de derivado. De sus diferencias podemos deducir la falta de un criterio claro al respecto; el mismo documento, en su página cuatro, vuelve a insistir sobre esta idea al calificarlos como "instrumentos" o "contratos": «derivatives may be broadly described as instruments or contracts whose value is based upon, or derived from, some other asset or metric (referred to as the "underlier," "underlying," or "reference asset")». En resumen, podemos señalar que son conceptuados como instrumentos, instrumentos financieros, contratos y contratos de futuros; Cfr. Andrew M. Chisholm, «*Derivative is an asset*». *Derivatives demystified*, 2ª ed. (Chichester, John Wiley & Sons, 2010), 1.

[276] Muñoz Pérez, *Los derivados financieros equity*, 20.

[277] Las otras fuentes son las ventas en corto, la contratación de *call* o *put options* sobre las acciones de una sociedad, o *credit default swaps* sobre la deuda de la compañía. Estas posibilidades son bastante distintas, pero todas ellas surgen del uso de derivados. Véase Barry, Hatfield y Kominers, «On derivative markets and social welfare»: 1167.

5.1 EL *DECOUPLING*

Una nueva posibilidad en el ámbito del derecho de sociedades en general, y en lo que se refiere al gobierno corporativo en particular, es la viabilidad de separar los derechos que característicamente integraban la titularidad de una acción[278]. En concreto, nos referimos a los derechos económicos y al derecho a votar en las juntas[279]. Esta separación tiene su origen en prácticas y estrategias financieras desarrolladas con el objetivo final de crear nuevos productos para atender las necesidades de los inversores y, por supuesto, obtener los intermediarios financieros (normalmente, bancos de inversión) una suculenta remuneración por ellos.

Tal y como nos dicen Ford y Liao[280], parafraseando el título del capítulo I de *The modern corporation and private property*, «we are in a time when the notion of property is in a flux». La revolución de los derivados ha hecho añicos «the old atom of ownership» de forma mucho más virulenta a la imaginada por Berle y Means en 1932[281], ya que no se ha desintegrado solo en «its compenent parts, control and beneficial ownership», sino que a su vez la *beneficial ownership*, se ha dividido entre *economic rights y voting rights*. A la separación entre propiedad y control, en el sentido expresado por Berle y Means, es decir, la entrega por parte de los propietarios de la función de control que tradicionalmente se atribuía a los mismos, en favor del management; es necesario sumar la cesión formal —contractual— de algunos de los derechos atribuidos al accionista a favor, no del management, sino de terceros, en los que no concurre necesariamente la condición de accionistas. En palabras de Ford y Liao, esa separación y divergencia de intereses se ha metastatizado, fracturado y multiplicado[282].

---

[278] «one of the most fascinating and confounding subjects in today´s corporate law». Michael C. Macchiarola, «Consciously decoupling», 37. En efecto, fascinante y confusa. Aún muy confusa.

[279] Aunque quizás no sea demasiado correcta (desde el punto de vista de nuestro derecho societario) la traducción literal que realizamos de la expresión utilizada por la doctrina estadounidense: *economic rights* y *voting* o *control rights*, creemos que debemos mantenerla por ser unánimemente utilizada y la que mejor interpreta —lógicamente— la concepción que de la acción tiene la Escuela del Análisis Económico del Derecho que (volvemos a insistir) de forma completa, ha colonizado el derecho de sociedades estadounidense.

[280] Cristie Ford y Carol Liao, «Power without property, still: Unger, Berle, and the derivatives reference», *Seattle Law Review* 33 (2010)4: 889.

[281] Berle y Means, «The modern corporation and private property»: 8.

[282] «The derivatives revolution is reminiscent of Berle and Mean´s identification of the divergence of interest between ownership and control on the corporation, but metastacized, fractalized, and multiplied». Ford y Liao, «Power without property»: 924.

Tanto la doctrina[283], como los tribunales, se habían opuesto inicialmente a estas prácticas a través de la teoría del *vote buying*, por entender que podían derivar en potenciales conflictos entre accionistas[284]. En concreto, en el caso «in re IXC Communications, Inc. Shareholder Litigation[285]». El tribunal de Delaware, sabiamente, afirmó, «courts closely scrutinize vote buying because a shareholders who divorces property interest from voting interest fails to serve the community of interest among all shareholders, since the "bought" shareholders votes may not reflect rational, economic self-interest arguably common to all shareholders». De la misma forma, la SEC también manifiesta que las proxy rules, están construidas en la «fundational understanding that, absent contractual or legal provisions to the contrary, a "shareholder" possesses both voting rights and an economic interest in the company…the ability to separate a share's voting rights from the economic stake through, for instance, what has been dubbed "empty voting" and "decoupling" challenges this foundational understanding[286]».

Pero lo cierto es que los tribunales de Delaware a partir de la sentencia «Schreiber vs. Carney[287]» comenzaron a admitir esta práctica, siempre que «the transaction is intrinsically fair and its object or purpose is not to defraud or disenfranchise stockholders, it will be upheld[288]». Esta posición fue ratificada en «Hewlett vs. Hewlett & Packard[289]».

Como sostienen, Hu y Black, el actual marco normativo, sigue pivotando sobre la premisa de la unidad de la acción.

> *The deference that courts pay to shareholder votes is premised on the belief that shareholders have an economic interest in increasing share value and will vote to further that interest. Beyond the instrumental role of voting, Delaware courts treat the concept of shareholder-as-owner-and-voter as the core ideological basis for managerial exercise of authority over vast aggregations of property the managers do not own. Securities and Exchange Commission (SEC) "large shareholder" disclosure rules also largely assume the coupling of economic ownership and voting power…The derivatives revolution in finance, especially the growth in equity swaps and other*

[283] «It is not possible to separate the voting right from the equity interest… someone who wants to buy a vote must buy the stock too». Frank Easterbrook y Daniel Fischel, «Voting in corporate law», *Journal of Law and Economics* 26 (1983): 397.

[284] No obstante la doctrina, capitaneada por Hu y Black, han retomado la construcción teórica realizada en su día sobre el *vote buying*. «We refer to empty voting and hidden ownership together as "the new vote buying" or simply as "decoupling"». Henry T. C. Hu y Bernard Black, «The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership», *South California Law Review* 79 (2006): 812.

[285] «In re IXC Communications, Inc. Shareholder Litigation vs. Cincinnati Bell, Inc», http://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1141261.html.

[286] SEC, http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf.

[287] 447 A.2d 17 (Del. CH. 1982).

[288] Roberta S. Karmel, «Voting power without responsibility or risk. How should proxy reform address the decoupling of economic and voting rights?», *Brooklin Law School*. Research paper 146 (abril 2009). http://ssrn.com/abstract-1397224.

[289] Ibíd., 11.

> *privately negotiated ("over the counter" or "OTC") equity derivatives, and related growth in the stock lending market, are making it ever easier and cheaper to decouple economic ownership from voting power*.[290]

O lo que es lo mismo, podemos decir que la legitimidad del actual gobierno corporativo descansa sobre la idea de que, en las votaciones los accionistas están motivados para votar de forma que se persiga el aumento del valor de la acción. El interés perseguido con el voto y el enriquecimiento económico, se presupone que están alineados, vinculados[291].

Este fenómeno del decoupling ha sido clasificado y denominado por Hu y Black como *empty voting*, cuando el accionista tiene el derecho a más votos de los que se desprenden de su posición económica. *Negative voting*, cuando un accionista se beneficia de una bajada del valor de la acción y *hidden (morphable) owner*, el accionista que tiene más posición económica que derechos. Realmente, debemos a estos autores la clarificación y en cierta medida, conceptualización de las prácticas surgidas en el mercado de capitales[292].

Creemos justificado que, dada la abstracción de esta materia, dediquemos las siguientes páginas a tratar de explicar con ejemplos lo expuesto hasta ahora. Para ello, seguiremos los propuestos por Barry, Hatfield y Kominers, en su trabajo «On derivative markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership[293]».

---

[290] Hu y Black, «The new vote buying»: 812.

[291] Y así, en los antes citados bylaws de Wall-Mart Stores, a la hora de determinar cómo se calculan los quórums de constitución y las mayorías exigidas para aprobar acuerdos en las juntas de la sociedad, se establece que los accionistas de la sociedad solo se entenderá que son propietarios de las acciones cuando los mismos posean tanto «A) The full voting rights pertaining to the shares and B) the full economis interest (including the opportunity for profit and risk of loss on) such shares». http://cdn.corporate.walmart.com/e9/0c/655085594160b50f37669d31695e/wal-mart-stores-inc-bylaws-feb-13-2014.pdf.

[292] Estos profesores de la Universidad de Texas construyen las siguientes definiciones, que, insistimos, han venido siendo utilizadas por la inmensa mayoría de la doctrina.

> *Decoupling: refers to the separation of voting rights from economic exposure, and can refer to both empty voting and hidden (morphable) ownership; Economic Ownership: The economics returns associated with shareownership; Empty Voter: A shareholder, that, through hedging or other transactions, has the formal right to more votes than its economic ownership; Formal Voting Rights: The legal right to vote shares under company law, including the legal power to instruct someone else how to vote; Hidden (Morphable) Owner: A shareholder who holds more economic ownership than votes, with the facto ability to acquire the votes if needed; Negative economic Owner: A shareholder whose hedges exceed its share ownership; Ownership: Shareholder possession of both the economic return on shares and corresponding voting power.*

Hu y Black, «The new vote buying», 822.

[293] Barry, Hatfield y Kominers, «On derivative markets and social welfare», 1164.

Como ya hemos dicho, un derivado es un instrumento financiero cuyo valor deriva (de ahí su denominación) del valor de otro u otros instrumentos financieros. Imaginemos un contrato que obliga a la venta de una determinada cantidad de algo (petróleo, café, divisas o acciones), a un precio determinado en una fecha futura. Este contrato, en la legislación de los Estados Unidos, es denominado contrato de futuros y lo que se obliga a vender se denomina activo subyacente, o simplemente, el subyacente. El valor del contrato de futuros depende del valor del subyacente. Si el subyacente es una acción, entonces al contrato de futuros se le denomina derivado.

Vamos a considerar un contrato de futuro que obliga a la venta de una acción de Microsoft, en el plazo de tres meses y a un precio de diez dólares. Dado que las acciones de Microsoft cotizan libremente en un mercado público de valores, el valor del mercado de futuros dependerá del valor de las acciones de Microsoft. Si en tres meses, las acciones de Microsoft están siendo compradas y vendidas a catorce dólares, un contrato para comprar una por solo diez dólares, es un activo con valor; el comprador de la acción puede comprar por diez, una acción que, inmediatamente, podrá vender por catorce. Por el otro lado, si Microsoft esta cotizando a seis dólares por acción, la obligación de comprar a diez es una obligación realmente costosa; el comprador de la acción debe pagar diez por algo que fácilmente podría adquirir por seis. Por lo tanto, el valor del contrato de futuros depende de, y deriva de, el valor de Microsoft.

Ahora vamos a suponer que Alice tiene diez acciones de Microsoft, que actualmente valen cien dólares. Alice decide firmar un contrato de futuros con Bob. Según estipulan, Bob se obliga a comprar a Alice diez acciones de Microsoft en un plazo de tres meses, y por un precio total de cien dólares. Si el precio de la acción de Microsoft sube de diez a veinte dólares, el valor total de las acciones de Alice en Microsoft se incrementa de cien a doscientos dólares. Pero Alice no obtiene beneficio alguno, ya que según la obligación asumida con Bob, ella en cualquier caso debe de vender sus diez acciones por cien dólares. De igual forma, si las acciones de Microsoft caen de diez a cinco dólares, Alice no resulta afectada, ya que ella sigue teniendo que vender sus acciones a Bob por cien dólares. Por lo tanto, Alice no tiene ningún interés económico en las acciones de Microsoft, y en consecuencia, no le interesa su cotización.

Pero mientras Alice no tiene interés económico en sus diez acciones de Microsoft, durante los siguientes tres meses ella sigue siendo la propietaria de esas acciones y por lo tanto, retiene todos los derechos del accionista frente a la compañía, incluido el derecho a votar. Cuando los derechos políticos o de control (de voto) de un

accionista superan a los económicos, como es el caso de Alice, esta accionista es denominado *empty voter*. La expresión proviene de la idea que el derecho de voto del accionista ha sido vaciado de las consecuencias económicas que normalmente hubiese tenido para él.

En algunos casos un empty voter podría tener un descarado interés negativo en la sociedad[294]. En estos casos, el empty voter desea activamente que se reduzca el valor de la compañía. Por ejemplo, imaginemos que Alice firma con Bob un contrato de futuros, en el que se obliga a entregar más acciones de Microsoft de las que actualmente tiene: desde la perspectiva de Alice, el contrato de futuros consiste en la obligación de entregar acciones de Microsoft en una fecha determinada en el futuro. En tanto ella adquiera las acciones antes de la fecha en la que se ha obligado a entregarlas a Bob, no habrá problemas. Sabemos que el medio más común para adquirir acciones de Microsoft es comprarlas en el mercado. Por lo tanto, el costo de cumplimiento de la obligación de Alice, será el precio de mercado de las acciones de Microsoft: cuanto más bajo sea, menos costará a Alice el cumplimiento de su obligación y será mejor para ella.

Ilustraremos esto último con un ejemplo. Vamos a suponer que Alice inicialmente tiene cinco acciones de Microsoft, cada una de las cuales vale diez dólares, y se obliga a vender a Bob diez acciones de Microsoft, en un plazo de tres meses por cien dólares. Si el valor de las acciones de Microsoft se incrementa de diez a quince dólares, el valor total de las cinco acciones iniciales de Alice, se incrementa de cincuenta a setenta y cinco dólares, con una ganancia de veinticinco dólares. Aunque el valor total de las acciones que Alice debe entregar a Bob en virtud del contrato que han firmado se incrementa de cien a ciento cincuenta dólares con una ganancia de cincuenta dólares. Y dado que la obligación contractual de Alice se ha incrementado en cincuenta dólares, mientras que el valor de sus acciones solo ha crecido en veinticinco dólares, ella ha perdido veinticinco dólares 25$.

Por otro lado, consideremos la posición de Alice para el caso de que las acciones de Microsoft disminuyan hasta cinco dólares. En este caso el valor total de las cinco acciones de Alice, caerá de cincuenta a veinticinco dólares, con una pérdida de veinticinco dólares. Aunque el valor de todas las acciones que Alice debe entregar a Bob según contrato caen de cien a cincuenta dólares. Por lo que Alice está en una

[294] Con los *negative voters* —como nos dice Cohen— el control pasa de los accionistas pasivos, a los accionistas destructivos. La cuestión es si el accionista pasivo sabe, cuando realiza la operación, que el adquiriente es un depredador. Véase Jonathan Cohen, «Negative voting: why it destroy shareholder value and a proposal to prevent it», *Harvard Journal of Legislation* 45 (2010): 238.

situación mejor, ya que aunque la valoración de sus acciones disminuya en veinticinco dólares, el costo de cumplir con sus obligaciones contractuales con Bob disminuye en una cifra mayor (cincuenta dólares). Dada esta situación, Alice votará en contra de los intereses de Microsoft, para disgusto del resto de los accionistas.

Hasta ahora nos hemos centrado en Alice, pero ¿qué ocurre con la posición de Bob? Una vez el contrato de futuros esta firmado, Bob tiene un interés económico en las acciones de Microsoft, pero no tiene el derecho de voto. Bajo las condiciones del contrato, él recibirá acciones de Microsoft. Así que sufre o se beneficia de cualquier cambio en la cotización de las acciones. Pero hasta el final del contrato, Bob realmente no será propietario de ninguna acción de Microsoft, y por lo tanto no estará autorizado a votar en las juntas. Por lo que, en contraposición a Alice, el interés económico de Bob excede su *voting interest*.

Cuando los intereses económicos de una persona, exceden sus derechos de voto o control, tal y como le ocurre a Bob en los ejemplos puestos, se dice que tiene una *hidden ownership*. Esta terminología tiene su origen en que, en muchas ocasiones, el adquirir un determinado tanto por ciento de derechos de voto en una sociedad, activa la obligación de comunicar esta posición al regulador. Como Bob no tiene derechos de voto, el podría evitar dar la información y su interés económico quedaría escondido del escrutinio público.

Algunas veces un propietario oculto (*hidden owner*) puede fácilmente adquirir o ejercitar indirectamente un derecho de voto proporcional a su interés económico. Este interés se denomina *morphable*, ya que puede *morph* (transformarse) en un interés con ambos: derechos económicos y de voto. Por ejemplo, supongamos que Bob y Alice firman un contrato de futuros, bajo el cual Bob deberá comprar las acciones de Microsoft de Alice, por un precio determinado y en una fecha determinada. Alice, informalmente, accede a que hasta esa fecha, votará sus acciones de acuerdo con las preferencias o intereses de Bob (ya que como hemos dicho a ella le da igual que votar, al no tener ningún interés económico sobre las acciones). La posición de Bob es una «*hidden and morphable ownership*».

Lo cierto es que en los actuales mercados de capitales, es realmente fácil separar: por un lado el derecho de voto, y por el otro, el interés económico en el valor de las acciones. Si este resultado se obtiene a través de contratos de swaps, futuros, *forwards*, *puts* o *calls*, la consecuencia es la misma: se pone en cuestión la idea central que fundamenta el sistema de voto de los accionistas en los Estados Unidos (y en el

resto del mundo). Nos encontramos con que los consejos y los reguladores se hallan cada día con más dificultades en sus labores de control y monitorización[295].

El ejemplo utilizado por la mayoría de la doctrina para explicar de forma práctica la compleja realidad a la que nos puede llevar la proliferación del uso de estos derivados en general y del *empty voting* en particular, es el intento de compra —en el año 2004— de King Pharmaceuticals (King) por parte de Mylan Laboratories (Mylan), por aproximadamente 4.000 millones de dólares. Un actor muy importante fue Perry Corporations (Perry): un *hedge fund* gestionado por un antiguo empleado de banca de inversiones de Goldman Sachs llamado Richard C. Perry, que era propietario de acciones de King en el momento de anunciarse la operación. Esta operación técnicamente se concibió como una fusión por absorción (canje de acciones con una importante prima para los accionistas de King). Tras este anuncio, Perry incrementó su posición en King hasta alcanzar, el 30 de septiembre, siete millones de acciones en esta compañía. Al igual que otros accionistas, Perry esperaba realizar una importante plusvalía, si la operación finalmente se llevaba a cabo.

Pero para asegurarse de que los accionistas de Mylan (la cotización de sus acciones cayó tras anunciarse la ecuación de canje) aprobaban también la fusión propuesta por su consejo de administración, Perry compró 26.6 millones de acciones o lo que es lo mismo, el 9,9 por ciento del capital de Mylan (convirtiéndose en el mayor accionista). Semanas más tarde vendió estas acciones al mismo precio que las había comprado. Pero las vendió después de la fecha que se señaló como record date (es decir la fecha que determina quién es accionista y por lo tanto, quién puede votar en la junta); y antes de celebrarse la junta, por lo que pudo votar en esta, no siendo ya propietario, y por lo tanto sin ningún interés económico directo en la sociedad. Su único interés es que se aprobara la operación, ya que en Mylan no era accionista y donde tenía mucho que ganar era en King.

Lo genial de esta operación es que Perry había cubierto (*hedged*) además, su posición económica en Mylan a través de la contratación de *equity swaps* con subyacentes sobre estos valores. De esta forma podía defender sus intereses en King, votando en Mylan a favor de la fusión.

Obviamente, muchos accionistas de Mylan quedaron descolocados. ¿Cómo era posible que alguien sin un interés económico en Mylan fuera capaz de determinar el buen fin de la operación societaria propuesta? Incluso más desazonador: la posición de Perry en

[295] Ronald W. Masulis y Randall S. Thomas, «Does private equity create wealth? The effects of private equity and derivatives on corporate governance», *The University of Chicago Law Review* 72 (2009): 258.

King le daba indirectamente una posición negativa sobre el valor de Mylan, ya que si no se aprobaba la fusión, su valor volvería a subir a la situación previa al anuncio, mientras que el de King caería de forma importante; y si por el contrario, la fusión finalmente se aprobaba, el precio de las acciones de King subirían y las de Mylan bajarían. Estos incentivos hicieron que Perry votara sus acciones en Mylan a favor de la fusión, aunque esto supusiese una bajada importante en el precio de estas (Insistimos ganaba mucho más con el incremento del valor de la acción de King). Perry, de esta forma, y en palabras de Cohen, «orchestrated the nightmare of corporate governance, some of those in control of the corporation had financial incentives to drive it into the ground[296]». En efecto, esta subcategoría de *empty voting*, en la que el accionista tiene un interés negativo en la marcha de la sociedad de cuyas acciones es propietario, es la que debe preocuparnos de verdad.

Pero no todo en el *new vote buying* es negativo o criticable. Existen accionistas pasivos o desinteresados que pueden vender sus derechos de voto a accionistas activistas, con lo que ambos grupos verán atendidas sus posiciones. Este tipo de operaciones siempre habrán de tener en cuenta cómo afecta a los derechos de terceros. Nuevamente en palabras de Cohen: «The key to ensuring efficient outcomes, then, is to restrict vote buying to instances in which third party shareholders are not harmed by the vote sale[297]».

El ejemplo claro de esta toma de posición llegando incluso donde Perry no quiso, no supo o no pudo llegar, es el *affaire* Henderson que aconteció en Hong Kong en 2006. El asunto fue el siguiente: Henderson Land aprobó la compra de las acciones de las que aún no era propietaria en su filial cotizada Henderson Investment. La idea era excluirla de bolsa. El derecho de sociedades en Hong Kong permite a accionistas que representen el 2,5 por ciento del capital social, oponerse al acuerdo de compra y exclusión. Un *hedge fund* votó en contra del acuerdo de compra, pero vendiendo antes sus acciones y simultáneamente tomando prestadas las mismas, por lo que se benefició de la caída del 17 por ciento del precio de la acción, con motivo de la oposición a la compra. En palabras de Cohen, «the Henderson debacle represents corporate governance at its worst – one party using share lending and stock shorting to privately benefit while causing others to incur massive losses. While this is a single instance, the lesson to profit seeking parties is clear: money can be made by sabotaging corporate events that would otherwise have increased shareholder value[298]».

[296] Cohen, «Negative voting»: 238.
[297] Ibíd., 241.
[298] Ibíd., 243.

5.2 SOLUCIONES PROPUESTAS

Realizaremos un rápido recorrido por la doctrina más sobresaliente[299]. Martin y Partnoy[300] directamente propugnan una prohibición de esta separación o decoupling en dos niveles: tanto por el regulador, como por las propias sociedades. El abogado neoyorquino Jonathan Katz[301], además de criticar la facilidad con la que los *hedge funds*, a través del decoupling, pueden adquirir *low cost corporate influence*; solicita la prohibición directa de estas prácticas por entender que, además de afectar al precio de las acciones, fomentan la *shareholder apathy*. Kahan y Rock[302], más cautos, por el contrario afirman que este fenómeno no ha sido suficientemente estudiado, y que por lo tanto lo prudente es, simplemente, pedir más información a las partes que intervienen en los mismos.

Dombalagian[303] es, probablemente, el autor que se muestra más benévolo con estas actividades, realizando en conjunto una lectura positiva de las mismas. Es por tanto partidario de no alterar el marco regulatorio actual. Thompson y Edelman[304] tras realizar un repaso de la vigente literatura académica, concluyen que para que el voto del accionista sea efectivo, tiene que existir alineamiento entre el interés del voto y los intereses colectivos de los accionistas. Ponen en duda que con más información se pueda controlar la situación, y proponen que, bien a través de modificaciones legales, o bien a través de la acción de los jueces, se prohíba emitir votos en número superior a las acciones que se tengan.

Así mismo, los «maestros» Hu y Black en sus primeros trabajos, también se centraron en la transparencia y en la información; en concreto en la adaptación, a estos

[299] En este apartado, seguiremos parcialmente el documento publicado en octubre de 2010, por el Rock Center for Corporate Governance, «Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations». http://rockcenter.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2010/10/Final-decoupling-report-for-SEC.pdf.

[300] «Corporations and their regulators should strongly consider taken away the votes of option buyers and sellers». Shaun Martin y Frank Partnoy, «Encumbered shares», *University of Illinois Law Review* 3 (2005): 775.

[301] Jonathan J. Katz, «Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholders apathy», *Cardozo Law Review* 28 (2006): 1483.

[302] Marcel Kahan y Edward B. Rock, «Hedge funds in corporate governance and corporate control», *University of Pennsylvania Law Review* 155 (2007): 1021.

[303] Onnig H. Dombalagian, «Can borrowing shares vindicate shareholder primacy?», *University of California Davis Law Review* 42 (2009): 1231.

[304] Robert B. Thompson y Paul H. Edelman, «Corporate voting», *Vanderbilt Law Review* 62 (2009: 129.

efectos, de los formularios 13D, 13F, 13G y 16[305], para que incluyeran información sobre derivados[306]. Pero estos autores han ido más allá de su inicial recomendación limitada a la obligación de informar, y ahora proponen lo siguiente. Primero, que las sociedades puedan modificar sus estatutos para limitar el *empty voting*, exigiendo que los grandes accionistas certifiquen que sus derechos de votos no exceden, en más de un 20 por ciento, a su interés económico en la compañía. Segundo, prohibir el voto con interés económico negativo. Tercero, regular el préstamo de acciones y su correcta devolución (sin que se apliquen sanciones). Cuarto, modificar el derecho de sociedades de los Estados para admitir la proporcionalidad cuando hay *over voting*, y quinto, separar el dividendo del *voting record date*.

Frankel[307] cita las acciones tomadas por dos sociedades, Sara Lee y Coach, quienes modificaron sus bylaws en el sentido de obligar a cualquier accionista que presente una shareholder proposal a identificar cualquier *hedging activity* realizada con respecto a acciones de la compañía (recordemos que en 2015 es esta una práctica totalmente incorporada a los bylaws de las sociedades cotizadas). Esta profesora

[305] Las normas que, en relación a este particular, obligan a suministrar información a la SEC, están diseminadas por la legislación estadounidense (básicamente las leyes federales y en concreto la Exchange Act) y son las siguientes:

a) Sección. 13(d); formulario 13D. Obliga a los beneficial owners a comunicar la titularidad del 5 por ciento del capital social en una sociedad. Por su redacción, la doctrina entiende que no obliga a la comunicación de hedging activity related to the acquired share, es decir, ningún tipo de actividad de cobertura sobre las acciones adquiridas. Por lo tanto esta es un una importante laguna legal (loophole) a través del cual se puede evitar la señalada obligación de información.

b) Formulario 13G. La comunicación por inversores pasivos de la titularidad de más de un 5 por ciento en el capital social de una empresa. Esta comunicación se realiza sobre posiciones que se mantienen a 31 de diciembre, y se deposita en la SEC el 15 de febrero. La premisa de esta obligación de información —la Form 13G solamente anual, y más abreviada, o menos exhaustiva que la 13D— es que al no querer controlar la sociedad, estos inversores estén afectos a un régimen de comunicación menos frecuente y pormenorizado. El problema puede surgir, de nuevo, cuando el hedging de acciones, y la eliminación de los intereses económicos asociados a la propiedad de esas acciones, sugiere que la intención de esos inversores va más allá de la pasiva propiedad de las mismas.

c) Sección 13(f) (1) en el formulario 13F. Esta obligación recae en los Institutional Money Managers (incluidos hedge funds) si al final de cada cuatrimestre natural tienen una participación superior a los 100 millones de dólares en una determinada sociedad. La comunicación debe realizarse dentro de los cuarenta y cinco días siguientes a contar desde el último día del cuatrimestre. No existe obligación cuando se trata de acciones no cotizadas. Los prestatarios de acciones tienen que comunicar su posesión, pero en cambio no así los prestamistas.

d) Sección 16, rule 16ª-1, formularios 3,4 y 5. Información que deben suministrar directivos, consejeros y accionistas con más del 10 por ciento del capital social. Esta obligación está dirigida al igual que la 13 (d) al derecho al ejercicio del voto o investment power, más que a la economic ownership.

e) Sección 14 y regulation 14ª. Personas que solicitad delegaciones.

f) Sección 14, rule 14a-8. Shareholders proposals.

[306] Hu y Black, «The new vote buying», 838.

[307] Tamar Frankel, «The new financial assets: separating ownership from control», *Seattle University Law Review* 33 (2010): 931.

sostiene que no es necesaria más regulación, ya que con los recursos que la legislación vigente otorga a los jueces, es más que suficiente para controlar los daños potenciales que el decoupling podría causar.

Karmel[308] recomienda vivamente que la SEC elimine a los *empty voters* de la definición de accionistas autorizados a nominar consejeros y ser elegidos como tales en la junta. También recomienda la modificación de los formularios 13 D, 13G y 13F (al igual que Cohen) al objeto de ampliar su ámbito y poder incluir en los mismos a aquellos accionistas que sean titulares de posiciones como *empty voters* y como *hidden ownership*. Así mismo, y a nuestro entender de forma un tanto arbitraria, propone que no se facilite en demasía el acceso de los accionistas a los proxy contests, ya que estos procesos no suelen tener como efecto el mejor interés a largo plazo de la compañía. Es más —continúa—, el proxy access no debería permitirse que llegara a ser un mecanismo para cambiar el consejo de forma «barata» por parte de los *empty voters*. Y continua que en su opinión, y debido a que cuando los inversores institucionales utilizan estas prácticas (operaciones de *hedging*, préstamo de acciones y otras similares), lo hacen siempre en su propio interés; esto les «deslegitima» como accionistas para «retar» a los candidatos del consejo en las elecciones que cada año se celebran en las juntas. Para finalizar con que los derechos de los accionistas son un importante mecanismo de responsabilidad, y deberían ser protegidos de su expoliación por parte de los grandes accionistas, cuyos intereses y lealtades no están necesariamente alineados con los de otros accionistas (minoritarios) o los de la sociedad.

Finalmente el profesor de Oxford, Ringe[309], aunque refiriéndose específicamente a la problemática de la Unión Europea, creemos que aporta ideas para la gestión de este problema en los Estados Unidos. Para este autor, el mejor acercamiento a la cuestión podría ser el adoptar un sistema de información amplio para las posiciones negativas. Debiendo tenerse especial cuidado para que la información sea significativa, y no resulte una carga para la empresa. Por lo tanto, la activación de esta obligación debería vincularse a un umbral de posesión de acciones y, o derechos sobre las mismas, relativamente alto. En contraste, habría que informar de las posiciones totales (mas que las cortas y largas neteadas o compensadas), lo que permitirá al mercado distinguir entre la capacidad de influencia a través del voto de los accionistas, y su exposición real o

[308] Karmel, «Voting power without responsibility or risk», 42.
[309] Wolf-Gerog Ringe, «Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in the European Union», *Seattle University Law Review* 33(2013): 1027.

participación económica. El referido umbral alto, asegura que esas posiciones solo deberían ser informadas cuando su posible influencia en la estrategia de gestión de la sociedad fuese previsible. Es más —continúa Ringe— la actividad de préstamos de acciones diaria y comercio de derivados, no debería tocarse para evitar un impacto negativo en el mercado[310].

La puesta en conocimiento del público en general de situaciones de *negative voting* permitirá al mercado responder adecuadamente, y así mismo disuadirá de realizar operaciones de decoupling dañinas. Para las pocas ocasiones en las que el mercado no sea capaz de reaccionar, los reguladores deberían estar preparados para suspender los derechos de voto de los accionistas que hayan realizado esta práctica (del decoupling). Esto es preferible a una privación total de derecho, ya que los reguladores podrán evaluar los hechos de forma individual, y por tanto, solo suspender a los que incurran en una situación ilegal (y no a todos).

Cohen realiza el siguiente resumen de los tipos de propuestas que existen para tratar de resolver este conflicto. Serían las siguientes: *large scale action on disclosure requirements* o aprobación de una política de información mucho más exigente (que es la posición mayoritaria, originalmente patrocinada por Hu y Black), pero que conllevaría unos importantes costos de implantación; *ban of voting hedged shares* o prohibición de voto a las acciones «cubiertas», opción que es fácil de afirmar y difícil de ejecutar; *van on voting borrowed shares* o prohibición de voto a las acciones prestadas, pero tampoco es definitivo, ya que se puede llegar a la misma situación a través de la utilización de otros derivados. Al final, cualquiera de estas propuestas afectaría, no solo al *negative voting*, sino también al *non negative empty voting*, el cual es «arguably beneficial to corporate governance[311]».

En definitiva, y como conclusión a este último epígrafe, podemos señalar que esta alteración de la máxima tradicional de una acción un voto, así como que el interés económico del accionista es la maximización del valor de la sociedad, tiene su impacto directo en diversas normas relacionadas con el gobierno corporativo. Esta desnaturalización brutal de las premisas sobre las que está construido parte importante del derecho de sociedades occidental, en general, y las normas (más que prácticas como podría ser el caso europeo) de gobierno corporativo, en particular, entendemos que a corto plazo afectará la gobernabilidad de las sociedades y por extensión, a su actividad

[310] Ibíd., 1114.
[311] Ibíd., 253.

económica. No obstante la complejidad del tema, la parálisis del regulador y legisladores norteamericanos, empieza a ser preocupante. Lo cierto es que frente a la doctrina, que de modo más o menos unánime, aboga por una intervención, al menos en el sentido de solicitar una más exacta información sobre las verdaderas posiciones de los accionistas, el lobby de los inversores institucionales se ha posicionado en contra. Oficialmente, por entender que la transferencia de derechos de voto de accionistas pasivos o desinteresados, hacia accionistas activistas, redundará en una mejora del gobierno corporativo de las sociedades participadas. Pero lo cierto es que a estas alturas del siglo XXI, intentar convencer a la comunidad inversora, al legislador y a la doctrina, de que los accionistas que ostentan una posición relevante a través de cualquiera de estos instrumentos y contratos, van a perseguir el beneficio de la sociedad y no el propio, nos parece un insulto a nuestra inteligencia[312]. Realmente, lo que mueve esta oposición es que la posible regulación pueda afectar a su volumen de negocio y limitar los pingües beneficios obtenidos a través del préstamo de acciones.

Los inversores institucionales son, en este aspecto, cooperadores necesarios, no solo por su actitud pasiva en el lucrativo negocio del préstamo de acciones, sino también por una cada vez mayor participación activa en los mercados de derivados. Así es, el impresionante crecimiento en el volumen y complejidad de la inversión en estos durante las últimas dos décadas, así como el creciente uso de estos instrumentos financieros por parte de los fondos, hizo que la SEC iniciase un proceso de revisión a la luz de la Investment Company Act, que culminó en el año 2011, con el Release No. IC-29776; File No. S7-33-11, sobre «Use of derivatives by investment companies under the Investment Company Act of 1940[313]». Más recientemente, en 2015, la SEC ha publicado un Release en aplicación de la section 955 de la Dodd-Frank. Esta sección exige la

[312] Véase Allan C. Hutchinson, «Hurley-Berle corporate governance, commercial profits and democratic deficits», *Seattle University Law Review* 34 (2011) 4: 1236, en donde afirma: «not surprisingly, the advancement of private interest has been the primary goal of institutional investors; the public interest has taken a distinct second place or has been reduced to much the same as the aggregate maximization of private interest».

[313] En este Release la Comisión ha explorado materias relacionadas con el uso de derivados por los fondos, tales como: si las actuales prácticas de los mercados relativas a los derivados son compatibles con las normas sobre apalancamiento, concentración y diversificación de las inversiones de los fondos, contenidas en la Investment Company Act; si los fondos que utilizan de forma sustancial estos derivados, y en particular aquellos que buscan obtener retornos de apalancamientos, mantienen el adecuado control de riesgos por parte de la dirección y otros procedimientos, a la luz de la naturaleza y volumen de estas inversiones; si los consejos de administración de los fondos están realizando una labor de control adecuada sobre el uso de derivados por parte de estos; si las normas existentes regulan suficientemente materias como las relativas a valoración y liquidez de las posiciones en derivados; si la actual información que proporcionan los fondos señalan los riesgos específicos creados por los derivados; y si las actividades sobre derivados de los fondos deberían estar sometidas a algún requisito especial de información. SEC, http://www.sec.gov/rules/concept/2011/ic-29776.pdf, 6.

inclusión en los proxy statements, de información sobre si los empleados y los miembros del consejo están autorizados a cubrir (hedge) ó compensar cualquier disminución en el precio de las acciones que se les adjudiquen como remuneración; o de las que sean propietarios por cualquier título[314].

Somos conscientes de que no existe una solución fácil, pero desde luego solo una apunta a la defensa —como grupo genérico— de los beneficial owners: más regulación en lo referente a la cantidad y calidad de la información. Lo que no debería permitirse es que al final sea el pequeño ahorrador el que soporte los excesos, riesgos temerarios y operaciones imposibles, ideadas y ejecutadas por administradores de dinero ajeno, con el objetivo de cobrar suculentos bonus y sueldos; pero insistimos, solo con efectos en el lado bueno y nunca en el «*dark side of the moon*[315]».

Quizás debiéramos preguntarnos, como Mitchell[316] y Anabtawi y Stout[317], si ha llegado la hora de exigir *fiduciary duties* (deberes de lealtad) hacía la compañía, también a los accionistas. Idea sobre la que volveremos al final del capítulo V.

[314] Véase Release NO. 33-9723; 34-74232; IC-31450; File No. S7-01-15 , sobre Disclosure of hedging by employees, officers and directors. En este release (que anuncia la implementación del mandato contenido en la mencionada sección de la Dodd-Frank) se solicitan opiniones al respecto; habiendo finalizado el plazo de aportaciones el 20 de abril de 2015. SEC, http://www.sec.gov/rules/proposed/2015/33-9723.pdf.

[315] Pink Floyd, «The Dark Side of the Moon» (London. Discográfica: Harvest, Capitol. 1973).

[316] «Recent events in American financial markets raise questions as to whether, as an ethical or prudential matters, shareholders and creditors should be held responsible for exercising some degree of consideration for the corporations and other productive enterprises in which they investing in order to ensure the integrity and stability of financial markets and the productive American economy that underlines there». Lawrence E. Mitchell, «The morals of the market place: a cautionary essay for any time», *Stanford Law & Policy Review* 20 (2009): 171

[317] Iman Anabtawi y Lynn Stout, «Fiduciary duties for activist shareholders», *Stanford Law Review*, 60 (2008).

IV. LAS *CORPORATE GOVERNANCE GUIDELINES* DE LAS GRANDES SOCIEDADES COTIZADAS

1. *BEST PRACTICES*

Como señala Alex Todd, «a best practice suggest that there is a cause effect relationship between specified repeated procedures and desired outcome…The U.K, Canada, Australia and Hong Kong have voted in favor of a principles-based approach to reforming corporate governance, while the U.S has relied increasingly on a rules-based approach based on legislation emanating from the Sarbanes-Oxley Act[1]». No entraremos a fondo en este aspecto, ya que, como recoge cumplidamente el texto transcrito, tiene una escasa relevancia en los Estados Unidos.

No obstante, la proliferación de «*best practices*» de prominentes organizaciones y empresas (insistimos, mayoritariamente de fuera de los EE.UU) ha provocado que la todo poderosa National Association of Corporate Directors (NACD) comunique a sus afiliados que no las secunden de forma ciega (podrían enloquecer). Aunque no obstante, sí resulta oportuno incorporarlas en los CGG de las empresas. En palabras del profesor Razaee, «companies must integrate best practices into their governance structure. Best practices can serve as benchmarks to determine the ideal way to strengthen corporate governance effectiveness and can provide guidance for high achievement and excellent performance[2]».

Debemos reiterar la idea de que estas mejores prácticas, que en Europa causaron, y causan furor a través de su incorporación a los denominados códigos de buen gobierno, y que han inundado (y saturado) la geografía continental de forma inimaginable hace tan solo treinta años, apenas han tenido eco en la doctrina estadounidense. Ello es debido a que, en palabras de Bainbridge, el Reino Unido (y el resto de Europa, añadimos nosotros) «has adopted a so – called principles based approach to regulation, in contrast approach of U.S. securities regulation[3]».

[1] Alex Todd, «Corporate governance best practices», en Bake & Anderson, eds., *Corporate governance. A synthesis*, 60-1.
[2] Zabihollah Razaee, «Corporate governance rules and guidelines», en Baker & Anderson, eds., *Corporate Governance. A synthesis*, 60.
[3] Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, 263.

2. *CORPORATE GOVERNANCE GUIDELINES*

Como bien sabemos, las Corporate Governance Guidelines (CGG) es uno de los documentos corporativos que las sociedades tienen que aprobar, y revisar periódicamente para cotizar[4], tanto en el NYSE, como en el NASDAQ. Ya adelantamos con anterioridad que las exigencias de ambos mercados a estos efectos, son básicamente iguales. Si acaso podemos resaltar la clara vinculación del NASDAQ con la SHWP[5], mientras que en las normas del NYSE, esta aparece un poco más diluida. Retomando la anterior cita que realizamos de Razaee, podemos afirmar que son una de las fuentes más importantes de gobierno corporativo.

Por lo tanto, toda sociedad cotizada en estos dos grandes mercados ha aprobado, dentro del margen que estos documentos permiten, sus propios «*corporate principles*» o «*guidelines*». Por ello, creemos que su análisis comparado, y las conclusiones que seamos capaces de extraer, serán un exponente vivo y actual de cuál es la vigente situación en la práctica societaria.

Con tal fin, hemos realizado el análisis de los CGG de las ciento cincuenta mayores empresas estadounidenses (por capitalización bursátil), según el oficioso ranking que la revista *Fortune* publica cada año[6]. Hemos prescindido de las que aún estando en la lista, no cotizan (como es el caso de State Farm Insurance). De su estudio podemos deducir un estricto cumplimiento, al menos formal, de las exigencias que en materia de gobierno

[4] No obstante estos listing standards, no son exigidos para determinados tipos de fondos:

> *The Exchange considers the significantly expanded standards and requirements provided for in Section 303A to be unnecessary for closed-end and open-end management investment companies that are registered under the Investment Company Act of 1940, given the pervasive federal regulation applicable to them. However, closed-end funds must comply with the requirements of Sections 303A.06, 303A.07(a), 303A.07(b), 303A.08 and 303A.12 with the following exceptions. A closed end fund is not required to comply with the director independence requirements of Section 303A.02 incorporated into Section 303A.07(a). A closed end fund is also not required to comply with the Disclosure Requirements in Section 303A.07(a), when a director serves on multiple boards in the same fund complex as such service will be counted as one board for purposes of Section 303A. In addition, a closed-end fund is not required to make the audit committee charter required by Section 303A.07(b) available on or through its website.*
>
> SEC,http://nysemanual.nyse.com/LCMTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_4_3&manual=%2Flcm%2Fsections%2Flcm-sections%2F.

[5] «*Corporate governance requirements*» del NASDAQ están recogidos en la norma 5600. Tal y como hemos mencionado, son muy similares a las del NYSE, aunque en el caso del primero se hace mucho más omnipresente la SHWP (de forma expresa tanto en la rule IM-5605-1, como en la IM-5605A-6: «Independent Director Oversight of Executive Compensation: independent director oversight of executive officer compensation helps assure that appropriate incentives are in place, consistent with the board responsibility to maximize shareholder value»). En lo referente a los criterios para determinar la independencia de los consejeros, las normas son idénticas; existiendo la misma exigencia de que el consejo realice una manifestación expresa de que los consejeros no incurren en ninguna de las prohibiciones de la rule IM-5605. En lo referente a las Executive session, el NASDAQ no distingue entre consejeros non-management y los independientes y, al contrario que el NYSE, exigen la reunión de estos últimos al menos dos veces al año.

[6] Hemos trabajado sobre el ranking de 2013, publicado en 2014, http://fortune.com/fortune500/2013/.

corporativo, han establecido tanto el NYSE como el NASDAQ. Tras años de tranquilidad legislativa y de cierto poso y sosiego, puede ser un buen momento para realizar una serena valoración de lo conseguido y de lo que resta por hacer.

Para la exposición de esta materia, hemos elegido como guía la enumeración de las diferentes obligaciones contenidas en el documento del NYSE (por cotizar en este mercado más del 70 por ciento de las compañías analizadas, y porque entendemos que su estructura tiene un mejor encaje sistemático en este trabajo). Tras su mención, expondremos cómo han sido incorporadas por las sociedades cotizadas a sus CGG; mostraremos cuál es la política generalmente seguida (ya avanzamos que en todas ellas es bastante uniforme) y nos detendremos en las particularidades que, en su caso, podamos detectar.

Estas normas aparecen recogidas en la sección 303A.00 del *NYSE Listed Company Manual*[7], titulada precisamente, «Corporate Governance Standards». Las últimas actualizaciones son de 22 de agosto de 2013, aunque tras la compra del NYSE por parte de Intercontinental Exchange (ICE) —empresa que cotiza en este mismo mercado— en 2013, la nueva propietaria ha anunciado[8] una inversión importante para relanzar el NYSE (tras la importante pérdida de cuota de los últimos años), así como una apuesta por atraer y fomentar las Initial Public Offerings (IPOs); por lo que este manual puede ser modificado en breve.

Después de la enumeración de estos estándares o principios bastante generales, se hace expresa mención —en el apartado 303A.09— a los CGG. En estos se dispone que «listed companies must adopt and disclose corporate governance guidelines». Y en el correlativo comentario oficial[9], el NYSE aclara que no existe un único modelo de guidelines para todas las compañías, aunque hay ciertas áreas clave de importancia

[7] http://nysemanual.nyse.com/lcm/.

[8] *Wall Street Journal* (1 de septiembre de 2014),

> *…instead he, [el nuevo presidente] wants to position the NYSE as a simpler marketplace for investors and companies. In particular, he believes that will help the Big Board attract more listings of initial public offerings. In June, it won the hotly contested battle for Chinese Internet giant Alibaba Group Holding Ltd. The stock sale, planned for later this month, could raise more than $20 billion. ICE hasn't publicly announced a specific goal for boosting listings. Messrs. Sprecher and Farley say the presence of floor brokers at the New York Stock Exchange, one of the last stock exchanges in the world where humans match buy and sell orders, is a big advantage when wooing IPOs*.
>
> http://online.wsj.com/articles/can-the-new-york-stock-exchange-be-saved-1409625002:

[9] Son comentarios incorporados al texto oficial por el propio NYSE y que tienen como objetivo interpretar y aclarar el contenido de estas normas.

universal. En definitiva, señala las materias que, en todo caso, deberán ser tratadas en los CGG y que nosotros seguiremos en nuestra exposición:

a) Los estándares de cualificación de los consejeros. Además de remarcar los criterios de independencia ya señalados, las compañías pueden abordar otros requerimientos cualitativos, substantivos o formales, como son la limitación del número de consejos en los que un consejero puede sentarse, plazo máximo de desempeño del puesto, edad de retiro y sucesión.

b) Las responsabilidades de los directores. Estas deben articular lo que se espera de un consejero, incluyendo deberes y responsabilidades con respecto a la asistencia a reuniones del consejo, y revisión anticipada de los materiales que servirán de explicación e ilustración a los asuntos que serán debatidos en el mismo.

c) El acceso de los consejeros a la alta dirección de la sociedad y, si lo consideran necesario, a asesores independientes (abogados, auditores, y empresas especializadas en cualquier ámbito de la actividad de la sociedad que estimen oportuno).

d) La retribución de los consejeros. Deberán contener las directrices o líneas maestras de la forma y cantidad de la retribución de los consejeros.

e) Orientación profesional y formación continua de los consejeros.

f) Sucesión del CEO.

g) Evaluación anual de la actuación del consejo.

Podemos adelantar que estos «Corporate Governance Standards» del NYSE, que nos servirán de guía para la exposición y crítica de las normas desglosadas en los siguientes epígrafes; han servido de modelo al grupo de expertos que redactó nuestro vigente Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Así es, atemperados por nuestras peculiaridades, pero en muchas ocasiones incorporando casi literalmente sus disposiciones, en un lógico aprovechamiento de una serie normas que en su mayoría han superado al menos la prueba de la permanencia y de la crítica doctrinal.

Veamos cuál es la práctica societaria viva a estos efectos.

2.1 LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES

Los consejeros independientes son la pieza clave sobre la que, primero la doctrina y la práctica, y luego el propio legislador, han construido el actual entramado de normas y recomendaciones que constituyen la más moderna versión del gobierno corporativo de las

sociedades cotizadas. Tal como exponen Larcker y Tayan[10], desde un punto de vista regulatorio, la independencia es evaluada por el grado en el que el consejero está libre de conflictos de interés que pudieran comprometer su determinación a actuar exclusivamente en beneficio de la compañía. En los Estados Unidos son las normas del NASDAQ[11] y del NYSE[12] las que exigen que la mayoría del consejo esté integrado por consejeros independientes[13]. Estas mismas normas son las que dan una definición de independencia que es, lógicamente, incorporada por todas las grandes compañías a sus CGG. Veremos como existen sociedades que incrementan esa simple mayoría para exigir porcentajes más cualificados.

El término «*independent director*[14]» se introdujo en el vocabulario del gobierno corporativo en los años setenta, para referirse a aquel capaz de realizar con éxito la labor de control del management. Hasta entonces, el consejo estaba dividido exclusivamente en consejeros «*outside*» y los «*inside*[15]». En 1962, el NYSE define al «*outside director*» simplemente como aquel que no es ejecutivo[16]. Aunque la cuestión sin resolver era, lógicamente, que se debía entender por «independiente[17]». Sobre este particular, en 1978 el *Corporate director`s guidebook* realiza una doble distinción: una primera, entre «*management*» y «*non-management*» y otra segunda, entre «*affiliate*» y «*non-affiliated*

[10] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 69.

[11] http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F1%5F4%5F3&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq%2Dequityrules%2F.

[12] Secciones 303 A.01 y 0.2 . En la 303 A.01 «Independent Directors», se estipula: «listed companies must have a majority of independent directors». Para ver el resto de la norma, acudir al Anexo 2 de esta Tesis. Véase http://nysemanual.nyse.com/lcm/.

[13] Jeffrey N. Gordon, profesor de la Columbia Law School, afirma desde una perspectiva distinta, que en la evolución del consejo desde su función asesora de los años cincuenta, hasta su función de control actual, la figura del consejero independiente ha resultado fundamental. Y lo atribuye a dos circunstancias. La primera, es la definitiva asunción del principio del incremento del valor del accionista o SHWM a partir de los noventa; y la segunda, el cambio tanto tecnológico como regulatorio, que obligó a las compañías a ofrecer una información más detallada y exacta de sus estados financieros, con lo que la opinión del mercado (manifestada a través de la cotización de la acción), sería un reflejo gráfico de la situación real de la sociedad. Así, el nuevo propósito o finalidad social (la SHWM), y la utilidad de las señales o indicaciones de los mercados (la valoración de la corporation), se unieron en la certidumbre de que el incremento del valor de la acción era la medida del éxito de la gestión de la dirección de la compañía. Jeffrey N. Gordon, «The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices», *Stanford Law Review* 59 (2007): 1465.

[14] Véase Donald C. Clarke, «Three concepts of the independent director», *Delaware Journal of Corporate Law* 32 (2007): 73-5. En donde además de poner de manifiesto la confusión terminológica que existe en relación con esta acepción, critica duramente, entre otras cosas por no estar suficientemente debatida, la asunción de que la presencia de consejeros independientes «improve corporate governance».

[15] Gordon, «The rise of independent directors»: 1477.

[16] Ibíd., 1478.

[17] «The unresolved question was what exactly constituted "independence"— how should one deal with economic interests and personal ties that would potentially undercutin dependence. Federal regulatory guidance, stock exchange listing standards, state fiduciary law, and "best practice" pronouncements have all played a role in line-drawing». Ibíd., 1479.

non-management directors» (ibídem). En 1977 el NYSE, en sus *listing standars* relacionados con la composición del comité de auditoría, exigió que estuviera integrado por *directors independent from management*; estableciendo que aquellos con «customary commercial, industrial, banking, or underwriting relationships with the company» se les permitía ser miembros de este comité, a no ser que el consejo encontrara que esa relación «would interfere with the exercise of independent judgment as a committee member» (ibíd., 1480). Una modificación del IRS (impuesto sobre la renta de las personas físicas) vinculando la deducibilidad de los importes recibidos como remuneración por los consejeros, a que esta estuviere aprobada por los consejeros independientes, así como otra de la SEC (ambas en 1996), solicitando la aprobación por parte de los consejeros independientes a determinada remuneración en acciones para el management; acabaron por ir conformando el criterio de independencia que actualmente existe (ibíd., 1480-1), es decir, la actual distinción entre «*non-management*» e «*independent*»[18].

En la actualidad, es la sección 303A.01. del NYSE Corporate Governance Guidelines, la que en concreto hace referencia a los «*independent directors*». Esta disposición requiere a las compañías que coticen en el NYSE que tengan «una mayoría» de consejeros independientes. En el respectivo comentario, el propio NYSE justifica esta exigencia en que «will increase the quality of Board oversight and lessen the posibility of damaging conflicts of interest[19]». Este mismo precepto exige que el consejo realice una

[18] Creemos apropiado traer a colación la distinción que realizan Hwang y Kim, entre «*conventionally independent*» y «*socially independent*», ya que en muchas ocasiones son otro tipo de relaciones las que pueden afectar la independencia del consejero, aunque este cumpla con los requisitos del NYSE. Estos autores, identifican los siguientes parámetros para valorar la «independencia social»: (i) servir juntos en el ejército; (ii) graduarse en la misma universidad (habiendo nacido en un lapso de tiempo no mayor a los tres años); (iii) haber nacido en la misma región de Estados Unidos, o en el mismo país si es diferente a los EE.UU; (iv) tener la misma carrera; (v) tener como empleo principal el mismo tipo de industria, y (vi) compartir una conexión con un tercero frente al que ambos son independientes. Concluyen su estudio diciendo que de las 100 empresas mayores de los EE.UU, según *Fortune 100* , entre los años 1996 y 2005, el 87 por ciento eran convencionalmente independientes, pero solo el 72 por ciento eran a la vez, convencional y socialmente independientes. Byoung H. Hwang y Seoyoung Kim, «It pays to have friends», *Journal of Financial Economics* 93 (2009): 138.

[19] No obstante, no podemos caer en la simplicidad de pensar que por cumplirse estos standars, la independencia está asegurada. Como ejemplos podemos citar la composición del consejo de Lehman Brothers en el momento de su desaparición en 2008. Estaba integrado por once miembros, diez independientes, y el presidente y CEO, Richard Fuld. Los otros eran: John Macomber, de ochenta años y antiguo consultor de McKinsey, con experiencia como CEO en la industria química; John Akers, de setenta y cuatro años, antiguo CEO de IBM; Thomas Cruikshank, de setenta y siete años y antiguo CEO de Halliburton (gigante multinacional que diseña y fabrica equipos para la prospección gasista y petrolífera); Henry Kaufman, de ochenta y un años y antiguo director económico de Salomon Brothers; Sir Christofer Gent, de sesenta años y antiguo CEO de Vodafone; Roger Berlind, de setenta y cinco años y productor teatral, Roland Hernández de cincuenta años y antiguo CEO de Telemundo; Michael Ainslie, de sesenta y cuatro años y antiguo CEO de Sothesby´s y Marsha Johnson Evans de sesenta y un años y antigua presidenta de la Cruz Roja. Larcker y Tayan, *Corporate governace matters*, 140. Como podemos apreciar quizás la

afirmación formal de que el consejero no tiene ningún tipo de relación material con la compañía[20]; definiendo esta como la relación «directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company[21]». Como el NYSE es consciente de que es imposible determinar todas las posibles situaciones en las que puede darse el conflicto, anima a realizar descripciones amplias. Estas relaciones materiales incluyen vínculos comerciales, industriales, bancarios, de consultoría, de beneficencia y familiares. La posesión de acciones, incluso una cantidad importante, no es un impedimento a la independencia del consejero (ya que esta se refiere a la independencia respecto del management). Es más, nosotros siempre hemos defendido esta circunstancia como altamente recomendable, y de hecho, es fomentada cada vez con más fuerza, tanto por el NYSE como por el NASDAQ.

En nuestra legislación, la Ley de Sociedades de Capital, así como el vigente Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, realiza la siguiente distinción entre los consejeros externos: dominicales, independientes y otros externos. Como ya hemos ido exponiendo en esta Tesis, debido a la actual estructura del mercado americano (en cuanto a los límites de concentración de inversiones impuestos a las grandes entidades financieras e inversores institucionales, así como debido a la brutal capitalización de la sociedades cotizadas) hacen que no existan (salvo pequeñas excepciones) accionistas dominicales.

La práctica corporativa nos muestra como, también en esta materia, las opciones elegidas por las compañías son bastante homogéneas, dejando escaso margen a la originalidad. La inmensa mayoría de estos CGG se limitan a requerir que una «mayoría» de los consejeros deberán ser independientes. Unos exigen una «*substantial majority*» como Exxon[22], U.S. Steel[23], o J.P. Morgan Chase[24]; otros una «*significant majority*» como es el caso U.S Bancorp[25]; mientras Arrows Electronics[26] se decanta por la expresión «*primary independents*». Algunos lo hacen a la inversa, permitiendo la presencia de un

trayectoria de muchos de ellos no era la más apropiada para controlar una entidad financiera de las dimensiones de Lehman Brothers.

[20] Por ejemplo, el CGG de TJX, establece : «the Board of Directors shall annually determine whether or not each director is independent. No Director shall qualify as independent unless the board of directors affirmatively determines that the director has not material relationship with the company». https://www.tjx.com/corporate_governance_documents.asp.

[21] Norma 303A. 02 (a)(i), véase Anexo número 1.

[22] http://corporate.exxonmobil.com/en/investors/corporate-governance/corporate-governance-guidelines/guidelines.

[23] https://www.ussteel.com/uss/portal/home/aboutus/corporategovernance/governance.

[24] http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/corporate-governance-principles.htm.

[25] https://www.usbank.com/about/investor/pdf/Corp_Gov_Guidelines.pdf.

[26] http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=85834&p=irol-govGuidelines.

solo «*inside director*» como es el caso de Supervalue[27]; o dos como máximo, como opta Caterpillar[28] o el gigante de los seguros médicos, Cigna[29].

Otras compañías, por el contrario, son más concretas y especifican con mayor exactitud el número o proporción de consejeros independientes que habrán de integrar sus respectivos consejos. Y así, tenemos las que hacen referencia a un tanto por ciento, como es el caso de Eli Lilly (75 por ciento)[30], Time Warner Cable (50 por ciento)[31], Amerisoucebergen (70 por ciento)[32], o Boeing (75 por ciento)[33]. Y las que expresan esa mayoría a través de una fracción, con notable preeminencia de las que exigen dos terceras partes, como es el caso de American International Group[34], Home Depot[35], Safeway[36], Tech Data[37], Occidental Petroleum[38], Johnson & Johnson[39] y General Electric[40]. Solo Halliburton[41] refuerza la mayoría a las tres cuartas partes.

Walt Disney, además de exigir una mayoría sustancial de consejeros independientes, indica que, «shall reflect the diversity of the company´s shareholders, employees, customers, guests and communities[42]». Procter & Gamble[43] diferencia cuando el presidente es independiente, en cuyo caso solo se exigirá una mayoría de consejeros independientes; de cuando no lo es, en cuyo caso estos consejeros deberán ser al menos las dos terceras partes del consejo de administración. Y la gestora de fondos Berkshire Hathaway señala que su consejo estará compuesto por dos consejeros que pertenezcan a la dirección, otros dos que aunque no pertenezcan a la dirección, podrían no ser independientes (es decir, non-management), y nueve consejeros independientes[44].

Antes de finalizar este apartado, es forzoso referirnos a la cuestión de la representación de los trabajadores en el consejo de administración de la sociedad.

[27] http://www.supervaluinvestors.com/phoenix.zhtml?c=93272&p=irol-govHighlights.
[28] http://www.caterpillar.com/en/company/governance.html.
[29] http://www.cigna.com/about-us/corporate-governance/.
[30] http://www.lilly.com/about/corporate-governance/Pages/guidelines.aspx.
[31] http://ir.timewarnercable.com/investor-relations/corporate-governance/board-of-directors/.
[32] http://www.amerisourcebergen.com/investor/phoenix.zhtml?c=61181&p=irol-govguidelines_pf.
[33] http://www.boeing.com/resources/boeingdotcom/company/general_info/pdf/2015-02-23-corporate-governance-principles.pdf.
[34] http://www.aig.com/corporate-governance_3171_437857.html.
[35] http://ir.homedepot.com/phoenix.zhtml?c=63646&p=irol-govHighlights.
[36] http://investor.safeway.com/phoenix.zhtml?c=64607&p=irol-corpgov.
[37] http://tecd.client.shareholder.com/documentdisplay.cfm?DocumentID=8063.
[38] http://www.oxy.com/SocialResponsibility/Governance/Pages/default.aspx.
[39] http://www.investor.jnj.com/governance/principles.cfm.
[40] http://www.ge.com/investor-relations/governance/principles.
[41] http://www.halliburton.com/en-US/about-us/corporate-governance-guidelines.page?node-id=hgeyxt6e.
[42] http://thewaltdisneycompany.com/content/corporate-governance-guidelines.
[43] http://www.pg.com/en_US/company/global_structure_operations/governance/governance_policies.shtml.
[44] http://www.berkshirehathaway.com/govern/govern.html.

Podemos afirmar, sin miedo a equivocarnos, que es un tema tabú. Apenas existe literatura al respecto, y lo poco escrito, tiene un componente experimental, o puramente académico (solo se cita esta cuestión cuando se realiza un análisis de derecho comparado y hacen referencia al caso alemán). Ni les interesa, ni les preocupa. Es esta una cuestión que hoy en día, y a salvo de contadas excepciones[45], no tiene cabida en un sistema estructurado alrededor de los postulados de la Escuela del Análisis Económico del Derecho, que tiene como bandera el incremento del valor para el accionista, y como guardianes de esta ortodoxia a unos inversores institucionales ajenos a cualquier cuestión societaria que no sea el incrementar sus ganancias, aquí y ahora. Existen, no obstante, algunos trabajos que de forma indirecta analizan este aspecto de la praxis americana. Es el caso del realizado por Faleye, Mehrotra y Morck sobre empresas que de forma mayoritaria están participadas por los trabajadores a través de *Employees Stock Ownership Plans* (ESOPs), y en el que los resultados, aunque no son muy concluyentes, apuntan a una correlación negativa[46].

2.2 OBJETIVO Y RESPONSABILIDAD DEL CONSEJO

Como venimos reiterando y como ya tenemos avanzado en este aspecto, los CGG de la mayoría de estas grandes empresas siguen la omnipresente SHWM, con lo cual no podemos sino constatar, una vez más, la victoria conseguida por sus defensores teóricos y por sus defensores prácticos (los grandes fondos). En efecto, son pocas las compañías que se apartan de la frase (incorporada literalmente en la mayoría de los CGG examinados) de que el consejo debe actuar en el «best interest of the Company and its Shareholders». Como variables, podemos encontrar la lacónica «to protect shareholder interest» de la Dollar General[47] de Tennessee, «for the benefit of its Stockholders», del gigante tejano de

[45] Mitchell, *Progressive corporate law* (Boulder, Colorado: Westview Press, 1995).

> *Our empirical findings cast a serious doubt on the simple premise that labor equity participation causes a convergence of interests between workers and shareholders. It appears that the increased governance role acquired by labor following an ownership stake allows employees to influence corporate policies in ways beneficial to their narrow interests. Firms with significant labor control under-invest in capital assets, tend to spend less on firm-specific investments (such as R&D), and have lower operating risk. In addition, they suffer from lower productivity and experience smaller growth in assets, sales, and labor force. They also under-perform in terms of short-term profitability and shareholder value creation. These results point to labor forcing employee horizon and portfolio diversification problems into the firm's objective function.*
>
> Olubunmi Faleye, Vikas Mehrotra y Randall Morck, «When labor has a voice in corporate governance», *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 41 (2006): 489.

[47] http://investor.shareholder.com/dollar/governance.cfm.

la ingeniera petrolera Halliburton[48], el «maximize the long-term shareholder value» de Nike[49], Time Warner Cable[50], o la farmacéutica Amersourcebergen[51].

Como únicas excepciones, dentro de estas 150 empresas de referencia, tenemos a la farmacéutica Eli Lilly que aunque en el primer párrafo de sus CGG, es fiel a la doctrina dominante, luego realiza un quiebro a favor de una concepción más amplia de la actividad del consejo y especifica que, «a strong system of corporate governance is critical to creating long-term shareholder value. In pursuit of this objective, the interest of all the Corporation principal constituents are considered: shareholders, patients, healthcare professionals and payers, employees, partners and suppliers, and local communities. It is important to balance the corporation´s many divergent constituents, as there can be no long term shareholder value creation without fair treatment of all those who touch or are touched by the corporation[52]». La Illinois Tools Work de Chicago, también se refiere, además de a los accionistas, a sus empleados: «best interest of the company its stockholders and employees[53]»; y Microsoft menciona el «shareholder long-term interest by responsible addressing the concerns of other stokeholders[54]». El fabricante de motores pesados Cummins hace referencia directamente al «interest of the company stakeholders[55]» sin realizar ninguna diferenciación, ni establecer ningún privilegio entre estos. Parecida filosofía, aunque más explícitos son los CGG de Emerson Electric de Missouri, ya que apuntan al interés de los «various corporate constituencies, shareholders, employees, vendors and customers[56]». El grupo de seguros médicos United Health Group, también de forma ecléctica, se posiciona en la banda cercana a la doctrina dominante al decir que el objetivo a perseguir por el consejo de incrementar la «shareholder value», solo se logrará a través de «responsably addressing the concerns of other stakeholders and interested parties including employees, customers, suppliers, communities, goverment officials and the public at large»; incluye, eso sí, entre la lista de stakeholders a los funcionarios públicos —pensamos que los dependientes del ministerio de sanidad y en concreto de la Federal Drug Administration (FDA)— con los que esta sociedad farmacéutica tendrá, seguro, una fluida relación. La compañía de grandes almacenes

[48] Véase nota 41.
[49] http://investors.nike.com/investors/corporate-governance/?toggle=guidelines.
[50] Véase nota 31.
[51] Véase nota 32.
[52] Véase nota 30.
[53] http://investor.itw.com/phoenix.zhtml?c=71064&p=irol-govguidelines.
[54] https://www.microsoft.com/investor/CorporateGovernance/PoliciesAndGuidelines/guidelines.aspx.
[55] http://www.cummins.com/global-impact/sustainability/corporate-responsibility.
[56] http://www.emerson.com/en-us/Investors/Pages/corporate-governance.aspx.

Target, también hace una primera referencia global a todos los constituencies para luego concretarlos de forma un tanto *sui generis* y poco académica: «Shareholders, guests, team members and the community in which it operates[57]». General Motors también se aparta, en cierta manera de la doctrina predominante al señalar «the Board recognizes that stockholders long-term interest will be advanced by responsably addressing the concerns of other stakeholders essential to the company success, including customers, employees, suppliers, government officials and the public at large[58]». Delta Airlines, que a nuestro juicio tiene de los documentos de CGG más elaborados, señala «the business of Delta is managed under the direction and oversight of the board, which is elected by the stockholders. The Delta board represents the stockholder interest in optimizing the long-term financial returns. The board also considers, as appropriate, the concern of other stakeholders and interested parties, including employees, suppliers, government officials and the public at large[59]». Y finalmente, en el CGG del fabricante de productos para el hogar, TJX, podemos leer: «the Board and management believe that responsibly considering the interest of the company customers, employees, suppliers, service providers, communities where it operates and others, will enhance the interest of stockholders[60]».

En definitiva, la práctica societaria estadounidense, sigue sin vacilar la estela de la tantas veces nombrada SHWM. Ni por casualidad encontramos un guiño a otra forma de concebir la finalidad de la sociedad (y la responsabilidad del consejo para con ella), que no sea el incremento del valor de la acción para el accionista.

Ya sabemos que nuestra Ley de Sociedades de Capital es demasiado parca a estos efectos. Sin embargo el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, si que entendemos ha dado un paso adelante en la formulación de las recomendaciones 12 y 54. En la primera de ella, aunque tímidamente, se observa una apertura en el sentido apuntado por las más modernas leyes de sociedades Europeas. En concreto cuando se recomienda al consejo que «procure» conciliar el propio interés con los legítimos intereses de los «grupos de interés» (satkeholders).

2.3 EL CONSEJERO INDEPENDIENTE COORDINADOR

[57] http://investors.target.com/phoenix.zhtml?c=65828&p=irol-govguidelines.
[58] http://www.gm.com/company/investors/corporate-governance.html.
[59] http://ir.delta.com/governance/principles-and-guidelines/default.aspx.
[60] http://www.tjx.com/corporate/corporate_governance_documents.html.

Tradicionalmente el CEO ha sido a la vez presidente del consejo en casi todas las grandes sociedades norteamericanas. Sin embargo, y sobre todo por la acción de los inversores institucionales, a día de hoy son ya muchas las corporations que separan ambos cargos. Las CGG de ciento diecinueve sociedades hacen referencia directa a esta posibilidad, de las cuales, cien manifiestan que será el consejo el que en cada momento determine una u otra fórmula con absoluta normalidad. De las restantes, once determinan que, en todo caso, serán puestos ocupados por personas diferentes; con la variable de Google que admite que el voto de dos terceras partes del consejo puede aprobar reunir ambos cargos en la misma persona. Y finalmente, ocho señalan que en todo caso, será el mismo. De hecho, en el debate parlamentario de la SOX, y hasta el último minuto[61], se pugnó por que el cargo de presidente recayera en un consejero independiente (nunca en el CEO). Pero finalmente, y debido a la imposibilidad de llegar a un acuerdo mayoritario, se adoptó como solución intermedia que las sociedades eligieran un «*lead director*[62]» de entre los independientes[63].

Sus funciones más importantes son las de servir de enlace entre el CEO y los consejeros independientes, dirigir la evaluación de la actividad del consejo y buscar candidatos para integrar el mismo, planificar la sucesión del CEO, y pilotar el funcionamiento de las *executives sessions*. Será además, sin duda, un contrapeso importante cuando la sociedad tenga unificado el cargo de CEO y el de presidente del consejo[64]. En realidad, esta última es su principal labor, ya que queda constituido en «líder de la oposición» para el caso de que el CEO se extralimite en sus funciones.

Podemos afirmar que aunque no es una figura obligatoria, está alcanzando mucho predicamento. De nuestro estudio se desprenden los siguientes datos: cincuenta y cinco sociedades contemplan esta figura en todo caso, cincuenta y cuatro solo para el caso de que se haga coincidir en la misma persona el cargo de presidente y el de CEO, y seis lo dejan al arbitrio del consejo en cada momento. Aunque la práctica habitual es nombrarlo por el plazo de un año de entre los consejeros independientes, mencionaremos las siguientes especialidades: Pepsico[65] y Merck[66] lo nombran por un plazo de tres años. El

[61] Larcker y Tayan, *Corporate governace matters*, 136.
[62] Hemos adoptado, lógicamente, la expresión de consejero coordinador, por ser la expresión incorporada en el artículo 529 septies, de nuestra Ley de sociedades de capital.
[63] Lo mismo sucedió con en el fracasado proyecto del senador Schumers sobre el «Shareholders bill of rights», en el que también se proponía la obligatoriedad de que ambos cargos fueran desempeñados por personas distintas.
[64] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 136.
[65] http://origin-www.pepsico.com/company/Corporate-Governance.
[66] http://www.merck.com/investors/corporate-governance/home.html.

comercializador de seguros médicos, Aflac[67] y la californiana Oracle[68] establecen que el cargo tiene una duración anual, y rotará entre los presidentes de los comités de auditoría, gobierno corporativo y retribuciones. General Electric[69] prefiere vincularlo al «*development and compensation committee*»; y en este sentido, Caterpillar[70] también lo supedita a la presidencia del «*public policy and governance committee*». Abbvie[71] (biofarma) y Fedex[72] lo relacionan con el «*nominating and compensation committee*». Morgan Stanley[73] lo nombra para un período de entre tres y cinco años. La teleco AT&T[74] señala que deberá ser elegido de entre los presidentes de cualquiera de los comités y por un período de dos años. Dow Chemical[75], el único requisito que exige es que tenga un año de antigüedad como consejero. La compañía Emerson Electric regula una figura parecida a la que denomina «*discussion leader*», y que con mandato anual, presidirá las reuniones de los consejeros independientes y Aflac[76] fija que «with the designation of Lead Non-Management Director being rotated on an annual basis among the chairpersons of the Corporate Governance, Audit, and Compensation committees».

2.4 EXECUTIVE SESSIONS

El NYSE en la sección 303A.03[77] exige la reunión de los consejeros no-ejecutivos (*non-management*), pero las sociedades pueden, y de hecho así ha ocurrido, regular en su CGG que las reuniones lo sean solo de consejeros independientes[78]. Las compañías pueden elegir entre *executive sessions* de *non-management* o de *independent directors*. Pero en el caso de que elijan las primeras, obligatoriamente deberá celebrarse cada año, al menos una, solo «*independent directors*».

Estas reuniones se convirtieron en prácticas habituales en la década de los noventa. En los CGG de General Motors en 1994, ya se establecía que se celebrarían, al menos, tres

[67] http://investors.aflac.com/corporate-governance/guidelines.aspx.
[68] http://www.oracle.com/us/corporate/investor-relations/cg-guidelines-176734.pdf.
[69] Véase nota 40.
[70] Véase nota 28.
[71] http://www.abbvieinvestor.com/phoenix.zhtml?c=251551&p=irol-govhighlights.
[72] http://investors.fedex.com/governance-and-citizenship/policies/governance-guidelines/default.aspx.
[73] http://www.morganstanley.com/browserNotSupported.html.
[74] http://www.att.com/gen/investor-relations?pid=5606.
[75] http://www.dow.com/en-us/investor-relations/corporate-governance/corporate-governance-guidelines.
[76] Véase nota 67.
[77] «To empower non-management directors to serve as a more effective check on management, the non-management directors of each listed company must meet at regularly scheduled executive sessions without management».
[78] Recordar la distinción entre «non management» e «independent directors» realizada en el epígrafe 2.1.de este capítulo.

al año; mientras que en 1996, el estudio realizado por Korn y Ferry indicó que en el 72 por ciento de las compañías preguntadas, se reunía la *executive session*[79].

En cuanto a quién ha de presidir estas sesiones, se permiten varias alternativas. Si se elige que una misma persona sea siempre la que presida las reuniones (que es la más utilizada), su nombre deberá aparecer en la página web, o en el *annual proxy statement*[80]. Si no existe un nombramiento específico, se deberá determinar el procedimiento en virtud del cual será nombrado para cada reunión.

Así mismo, se implantará un procedimiento para que cualquier interesado (no solo los accionistas) se ponga en contacto con el *leading* o *presiding director* o el grupo de consejeros que integran esta *executive session*.

En el aspecto práctico, es decir, el modo en que las grandes sociedades cotizadas han dado salida a esta norma, podemos reseñar lo siguiente: en primer lugar, que casi la totalidad realizan en sus CGG la distinción entre *non-management director* e *independent director*, especificando un número diferente de reuniones para cada una.[81] En segundo lugar, más de un tercio (en concreto, sesenta de las ciento cincuenta más grandes) vinculan la fecha de la reunión de la *executive session* a la celebración de un consejo como es el caso de Valero Energy[82] ya que determinan que tendrá lugar el mismo día en que se celebre este (la mayoría a continuación del mismo —Progressive Corp[83]— y muy pocas antes, p.e. U.S. Bancorp[84]). En tercer lugar, las que señalan un número mínimo de reuniones, siendo las más numerosas las que establecen cuatro (Johnson & Johnson[85], Apple[86]), seguidas a distancia por las que fijan tres (Intel[87], Met Life[88], General Electric[89]) y dos (Danaher[90], Abbott[91], Caterpillar[92]). Y finalmente, las que de forma menos precisa,

[79] Gordon, «The rise of independent directors», 1494.
[80] P.e, Wall-Mart Stores reelige a James I. Cash Jr. como «*presiding director*», quien es la persona que según los CGG de la compañía, presidirá las «*executive sessions*». Así lo establece su Proxy Statement de 2014. http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/104169/000130817914000196/lwmt2014_def14a.htm, 33.
[81] Son los casos de Verizon, que señala tres reuniones para el primer caso y dos para el segundo; o WellPoint, que señala cuatro para los *non-management* y dos para los *independent.* Respectivamente http://www.verizon.com/about/investors/ y Anthem, ya que en diciembre de 2014 Wellpoint cambió su denominación social a Anthem Inc. http://ir.antheminc.com/phoenix.zhtml?c=130104&p=irol-govhighlights.
[82] http://www.valero.com/investorrelations/pages/corporategovernance.aspx.
[83] http://investors.progressive.com/phoenix.zhtml?c=81824&p=irol-govHighlights.
[84] Véase nota 25.
[85] Véase nota 39.
[86] http://investor.apple.com/corporate-governance.cfm.
[87] http://www.intc.com/intelProxy2011/governance/corporate/.
[88] https://www.metlife.com/about/corporate-profile/corporate-governance/index.html.
[89] Véase nota 40.
[90] http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=82105&p=irol-govhighlights
[91] http://www.abbott.com/investors/governance/governance-guidelines.html.
[92] Véase nota 28.

simplemente señalan que se reunirán periódicamente «*periodically*», como hace Holly-Frontier[93].

Por lo tanto nos encontramos con que estas reuniones están ganando un gran protagonismo en la vida societaria estadounidense (tanto cuando son solo de non management, como cuando son de independent, o cuando son de los dos tipos de consejeros externos juntos). Es un reflejo más de la trascendencia que se da a la figura del consejero independiente. Pero queremos insistir, en que la misma (la apuesta por el consejero independiente) se da en un contexto específico, como lo es el del país transatlántico, en el que casi no existen los consejeros dominicales. En un contexto como el europeo o incluso el español, creemos que pierde algo de su sentido la «loa» excesiva a los independientes.

2.5 COMITÉS DEL CONSEJO

Según vimos en el capítulo II, el corporate law de los Estados, permite que el consejo delegue el ejercicio de determinadas facultades en los comités. Normalmente, los distintos consejeros son elegidos para unos u otros, sobre la base de su calificación como dependientes o independientes, y su cualificación profesional.

Históricamente, las primeras referencias a los comités del consejo son las realizadas al comité de auditoría en 1939[94]; si bien no fue hasta las crisis empresariales y los escándalos de los setenta cuando se abordó con determinación el estudio de su necesidad. En 1974 la SEC exigió, por primera vez, que se informara sobre la existencia de un comité de auditoría (o la falta del mismo), y en 1978 publicó una serie de ideas maestras sobre lo que deberían hacer estos comités. El NYSE lo requirió para las sociedades que cotizaban en su mercado en 1977. Para 1979, la práctica totalidad de las sociedades cotizadas lo habían incorporado y el 92 por ciento de sus miembros eran consejeros no ejecutivos. Para el final de los años ochenta, el NASDAQ y el AMEX exigían también comités de auditoría[95]. Hubo que esperar a los grandes escándalos de principios de este siglo, y a la legislación que trató de ponerles coto, para que también

[93] http://investor.hollyfrontier.com/corporate-governance.cfm.
[94] Véase «Report of subcommittee on independent audit and audit procedure of NYSE commission on stock list», en Gordon, «The rise of independent directors»: 1491.
[95] Gordon, «The rise of independent directors»: 1491.

fuesen obligatorios el comité de retribuciones, el de gobierno corporativo y el de nombramientos[96]. Todos ellos tienen que estar integrados por consejeros independientes.

Al igual que en otras materias que estamos analizando, es de reseñar la naturalidad con la que la legislación incorpora todas aquellas prácticas que, desarrolladas por las propias empresas, o por los mercados, han demostrado su efectividad en el día a día societario. En este sentido los mercados anglosajones son verdaderos creadores de instituciones y prácticas de gobierno corporativo que (en el caso de los Estados Unidos) son incorporadas por el regulador incluso aceptando la «jerga» o terminología de los mercados, que muchas veces no tiene base legal (véase los *whistleblowers*, proxy *materials*, y tantos otros términos); mientras que los europeos (excluido el Reino Unido), en este aspecto hemos ido a remolque, incorporando —muchas veces sin siquiera traducirlo a nuestros idiomas— unos procedimientos y terminología por lo tanto importada.

2.5.1 Comité de nombramientos y gobierno corporativo

Toda compañía cotizada tiene que tener un «*nominating/corporate governance committee*», que deberá que estar integrado únicamente por consejeros independientes. A diferencia del comité de auditoría, no se requiere un número mínimo de tres miembros.

En la mayoría de las compañías estos dos comités están unificados, y tienen las siguientes responsabilidades: a) identificar a individuos cualificados para servir en el consejo; b) seleccionarlos y proponerlos a la junta de accionistas; c) contratar consultores, si es necesario, para ayudar en el proceso de selección de los consejeros; d) determinar los estándares de gobierno corporativo para la compañía; e) gestionar el proceso de evaluación del consejo; y f) gestionar el proceso de evaluación y sucesión del CEO[97]. Señala el NYSE[98], que este comité es «central to the effective functioning of the board».

---

[96] No queremos, en esta Tesis, entrar en un análisis pormenorizado de la composición, modo de funcionamiento, funciones y responsabilidades de los tres comités «típicos» (que en el caso americano son el *Audit*, el *Nominating and Corporate Governance* y el *Compensation*. Mientras que en España, la Ley de Sociedades de Capital, únicamente otorga al de auditoría, y nombramientos y retribuciones, el «honor» de ser titulares de un artículo; sin embargo el Código de buen gobierno «adjudica» epígrafe independiente a la función de auditoría, a la función —que no comisión— de control y gestión de riesgos, y a la de nombramientos y retribuciones, por entender que es una materia que ha sido ya objeto de múltiples estudios por una doctrina autorizadísima. Sin embargo, no podemos dejar de realizar una breve mención de los mismos para poder presentar un desarrollo sistemático de esta materia.

[97] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 74.

[98] Norma 303A.04 NYSE, http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections/.

El reglamento de este comité constará por escrito, y se referirá a cuestiones como la cualificación de sus miembros, o la forma en la que se transmitirá al consejo sus deliberaciones[99]. Así mismo, el mismo deberá, en su caso, otorgar a este comité la exclusividad para contratar a firmas especializadas en la búsqueda de candidatos al consejo, incluyendo la aprobación de las tarifas de este tipo de empresas de servicios. Igualmente, tendrá que hacerse constar la forma en la que se autoevaluará. Obviamente, las compañías podrán denominar a este comité de cualquier forma, pero siempre tendrá que existir uno que desempeñe con claridad las funciones que se atribuyen al mismo. Estos comités se reúnen una media de cuatro veces al año, con una duración media por reunión de de 1,9 horas[100].

Como bien sabemos, en España, la Ley de Sociedades de Capital, en su artículo 529 quindecies, con toda lógica, en principio prevé que las compañías unifiquen en un único comité la función de proponer los nombramientos, y la de regular las retribuciones. No obstante en el cardinal 4. del citado artículo admite la separación de ambas funciones en dos comités distintos.

2.5.2 Comité de retribuciones

Este comité tiene que estar integrado por consejeros independientes, y aunque no se exige un número mínimo, sí se señalan unos estándares de independencia adicionales para desempeñar esta función[101].

Lógicamente, entre las funciones más importantes que se le atribuyen a este comité, se encuentra la de determinar la retribución del CEO o consejero delegado, así como la de los otros miembros de la alta dirección de la compañía. Para ello, se exige que se tengan en cuenta, no solo los resultados de la sociedad, sino también el «*relative shareholder return*»[102]. Se hace constar expresamente que aunque el comité tenga atribuida esta facultad, no es óbice para que esta materia se discuta en el seno de consejo con absoluta libertad. La SOX no ha establecido un número mínimo de miembros.

Sus principales atribuciones son[103]: a) fijar la retribución del CEO; b) determinar y revisar los objetivos de trabajo del CEO; c) determinar la estructura remuneratoria adecuada para el CEO, dadas las expectativas de cumplimiento de los objetivos

[99] Véase *Govenance, Organization and Nominating Committee Charter* de Boeing, Boeing, http://www.boeing.com/assets/pdf/corp_gov/charter_gon.pdf.
[100] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 74.
[101] Norma 303A. 02 (a) (ii) NYSE, http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections/.
[102] Veáse en comentario a la norma 303A. 05, http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections/.
[103] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 74.

propuestos; d) controlar el grado de cumplimiento de los objetivos del CEO en relación con los objetivos fijados; e) determinar, o ayudar al CEO en la determinación de la remuneración de otros directores de la compañía; f) determinar la remuneración del consejo; g) contratar a consultores externos que colaboren en la determinación de todas estas estructuras retributivas. Sus normas de funcionamiento, así como funciones y objetivos, deberán constar por escrito en un denominado *Nomination committee charter*[104].

Estos comités se reúnen un promedio de cinco veces al año, con una duración media de 2,4 horas por reunión. El 76 por ciento de los consejeros creen que este comité realiza de forma adecuada su función de determinación de la retribución del CEO[105].

Se otorga una atención especial a la posibilidad de contratar con una empresa independiente (*compensation consultant*[106]), ya que expresamente se exige que la compañía provea de fondos razonables para retribuirla de forma prudente. Entre las circunstancias a tomar en consideración a la hora de determinar esa independencia del consultor con respecto a la dirección de la empresa, se señalan:

a) El «suministro» de otros servicios a la sociedad cotizada, por la persona que contrata a la empresa consultora que asesorará en materia de retribuciones.

b) La retribución recibida de la compañía cotizada por la persona que contrata a la empresa consultora, así como el porcentaje que la misma significa en los ingresos totales de esa persona.

c) Las políticas y procedimientos aplicables a la persona que contratará a la asesoría externa, y que están diseñados para evitar conflictos de interés.

d) Cualquier relación contractual o personal de los miembros de la consultora con cualquier miembro del comité.

e) Si la empresa consultora es accionista de la cotizada y, en su caso, el número de acciones que tiene.

f) Cualquier negocio o relación personal de los miembros de la empresa consultora, o de la persona o personas que la contratan, con la dirección de la compañía cotizada.

2.5.3 Comité de auditoría

[104] Véase el de Apple, http://files.shareholder.com/downloads/AAPL/0x0x443006/9bf4bd94-42fd-4e88-84f9-908dfc3ecb60/compensation_charter.pdf.
[105] Ibíd.
[106] En concreto, la norma 303A. 05 (c)(i) se refiere a «compensation consultant, independent legal counsel or other adviser».

El comité de auditoría es responsable de la supervisión del auditor externo, y es además, el interlocutor entre este y la compañía[107]. Debe de estar integrado por tres miembros, todos[108] ellos expertos contables (*financially literate*[109]). Aunque las reuniones pueden celebrarse telefónicamente, cuando sea necesario votar, solo podrá hacerse en una reunión con presencia física. Y si uno de sus miembros sirve simultáneamente en los comités de auditoría de más de tres sociedades cotizadas, será necesaria una manifestación expresa del consejo en el sentido de aseverar que esta pluriactividad no afecta al correcto cumplimiento de sus responsabilidades para con la compañía[110].

Sus principales funciones son[111]: a) supervisar los informes financieros y el proceso de su publicación; b) controlar el proceso de elección de principios y políticas contables; c) supervisar la contratación, el cumplimiento y la independencia de los

[107] Véase el de J.P. Morgan Chase, http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/audit-committee-charter.htm. En el mismo se recogen de forma bastante pormenorizada disposiciones relativas a su objeto, a sus miembros, a las reuniones del comité y a sus deberes y responsabilidades.

[108] Nuestra Ley de Sociedades de Capital, en su artículo529 quaterdecies, sin embargo señala que solo uno de ellos habrá de ser designado «teniendo en cuenta sus conocimientos en materia de contabilidad, auditoria o en ambas»; aunque es cierto que el principio 20 del vigente Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, sí que recomienda extender esa especialización a «sus miembros, en particular el presidente».

[109] John Coffee, *Gatekeepers. The professions and corporate governance* (Oxford, New York: Oxford University Press, 2006), 25. Nos ilustra sobre por quién no debe estar integrada una comisión de auditoría, al poner como ejemplo la del gigante energético —y luego gigantesco fiasco— Enron. Los miembros de este comité eran expertos contables de renombrado prestigio, Robert Jaedicke, antiguo profesor y decano de la facultad de empresariales de Standford*;* el CEO del Banco Estatal de Río de Janeiro y antiguo ministro de energía del Reino Unido; y un antiguo presidente de la Comisión de derivados y futuros estadounidense. Los otros dos miembros eran John H. Mendelsohn, presidente del centro de investigación sobre el cáncer de la Universidad de Texas, que tenía a Enron como su mayor donante de fondos; y Wendy Gramm, esposa del senador republicano por Texas, Phil Gramm, quien también tenía entre los mayores contribuyentes de su campaña, precisamente a Enron.

[110] Véase la norma 303A.06, «*audit committee* » y la 303A.07, «*audit committee additional requirements*». Esta última, entre otras, señala:

> *At least annually, obtain and review a report by the independent auditor describing: the firm's internal quality-control procedures; any material issues raised by the most recent internal quality-control review, or peer review, of the firm, or by any inquiry or investigation by governmental or professional authorities, within the preceding five years, respecting one or more independent audits carried out by the firm, and any steps taken to deal with any such issues; and (to assess the auditor's independence) all relationships between the independent auditor and the listed company; B) meet to review and discuss the listed company's annual audited financial statements and quarterly financial statements with management and the independent auditor, including reviewing the listed company's specific disclosures under "Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations"; C) discuss the listed company's earnings press releases, as well as financial information and earnings guidance provided to analysts and rating agencies; D) discuss policies with respect to risk assessment and risk management; E) meet separately, periodically, with management, with internal auditors (or other personnel responsible for the internal audit function) and with independent auditors;F) review with the independent auditor any audit problems or difficulties and management's response; G) set clear hiring policies for employees or former employees of the independent auditors; y H) report regularly to the board of directors.*

[111] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 72. En cuanto a la función señalada en la letra c) es necesario informar que el 1 de Julio de 2015 la SEC publicó un Concept Release con el objeto de recibir información sobre como lograr un mayor control de este comité sobre el desempeño de sus funciones por parte del Auditor Externo. Véase http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-138.html.

auditores externos; d) controlar el cumplimiento de las exigencias regulatorias, éticas y fomentar las vías internas de denuncia de comportamientos irregulares; e) vigilar el sistema de control interno; f) supervisar la función del auditor interno; g) la discusión con la dirección de prácticas o políticas que impliquen un riesgo para la sociedad.

De acuerdo con la National Association of Corporate Directors, y según lo publicado en su *Public Company Governance Survey* de 2009, estos comités se reunieron una media de siete veces al año, y con una media de 3,2 horas por reunión. El 94 por ciento de sus componentes creen en su eficaz control del sistema de «*financial reporting process*».

2.5.4 Otros comités

En lo referente a los comités del consejo y a salvo lo ya expuesto sobre los obligatorios, podemos decir que la variedad es amplísima.

Desde aquellas que exclusivamente regulan los tres comités exigidos, como es el caso Caterpillar[112], Century Link[113] o Apple[114], hasta las que regulan siete comités distintos, cual es el caso de Johnson & Johnson[115]. Como peculiaridades podemos señalar el importante predicamento que están adquiriendo los comités con ciertas connotaciones sociales, como los denominados «*public responsibility*» (J.P. Morgan Chase[116], General Mills[117], U.S Steel[118]), los de recursos humanos (Whirlpool[119], Cardinal Health[120], Mondelez[121]), o los relacionados con la seguridad y el medio ambiente, como es el caso del «*safety & enviromental committee*» de Halliburton[122] o Baker Hughes[123]; el «*enviroment, health, safety and technology committee*» de Dow Chemical[124]; el «*safety & security*» de Delta Airlines[125], o el «*enviromental, health and safety*» de Murphy Oil[126].

[112] Véase nota 28.
[113] http://www.centurylink.com/Pages/AboutUs/Governance/.
[114] Véase nota 86.
[115] Esta sociedad establece los siguientes: Audit Committee, Compensation & Benefits Committee, Nominating & Corporate Governance Committee, Regulatory, Compliance & Government Affairs Committee, Science, Technology & Sustainability Committee and Finance Committee. Véase nota 54.
[116] Véase nota 24.
[117] http://investors.generalmills.com/corporate-governance.
[118] Véase nota 23.
[119] http://www.whirlpoolcorp.com/corporate-governance-guidelines-and-policies/.
[120] http://ir.cardinalhealth.com/corporate-governance/default.aspx.
[121] http://www.mondelezinternational.com/investors/corporate-governance.
[122] Véase nota 41.
[123] http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-govhighlights.
[124] Véase nota 75.
[125] Véase nota 59.
[126] http://ir.murphyoilcorp.com/phoenix.zhtml?c=61237&p=irol-govHighlights.

Igualmente, en atención a las particulares de cada tipo de negocio, los consejos pueden crear cuantos comités consideren oportunos, como es el caso del comité de «*special programs*» de Boeing[127], «*credit & finance* y *fair lending*» de U.S. Bankcorp[128], «*science and technology*», y «*regulatoty committee*» de las farmacéuticas Pfizer[129] y Bristol-Meyer Squibb[130], «*research*» de la también farmacéutica Merck[131], «*nuclear oversight committee*» de Duke Energy[132], «*technology and operations*» de World Fuel Services[133], «*international*» de Alcoa[134], «*innovation*» de Altria[135], «*public issues & contribtions*» de Exxonmobile[136], «*acquisitions*» de Google[137] y Cisco Systems[138], «*classified business*» *and* «*security*» de la industria militar Lockheed Martin[139], y finalmente los de aquellas compañías que por un problema puntual o por una necesidad estructural, han constituido un «*pension plan committee*», como John Deere[140] o un «*retirement Plans*» de Honeywell International[141].

Dentro de la amplia libertad para el nombramiento de los consejeros que integrarán cada comité, las grandes compañías cotizadas, de forma casi unánime, determinan que será el propio consejo quien nombre a los miembros de cada uno de ellos, a propuesta, o al menos habiendo escuchado, el comité de nombramientos y retribuciones. Sin embargo, la práctica nos enseña que los criterios seguidos para proponer el nombramiento de uno u otro consejero, el plazo para el que es nombrado, y en su caso, la rotación entre los diferentes comités; son aspectos que no guardan la misma uniformidad. En primer lugar, aproximadamente la mitad de las compañías entienden la rotación como algo positivo,

[127] Véase nota 33.
[128] Véase nota 25.
[129] http://www.pfizer.com/about/corporate_governance/corporate_governance.
[130] http://www.bms.com/ourcompany/governance/Pages/corporate_governance_guidelines.aspx
[131] «Research Committee – considers and makes recommendations on matters related to the Company's strategies and operations for the research and development of pharmaceutical products and vaccines. This committee shall promote high standards of clinical ethics, and scientific integrity, with respect to the Company's research». Véase nota 66.
[132] https://www.duke-energy.com/corporate-governance/principles.asp.
[133] http://ir.wfscorp.com/phoenix.zhtml?c=101792&p=irol-govhighlights.
[134] http://www.alcoa.com/global/en/about_alcoa/corp_gov/info_page/guidelines.asp.
[135] http://www.altria.com/About-Altria/Corporate-Governance/Guidelines/Pages/default.aspx.
[136] Véase nota 22.
[137] https://investor.google.com/corporate/guidelines.html.
[138] Las CGG enumeran los comités existentes en ese momento: «the current five standing committees of the Board are: Acquisition Committee; Audit Committee; Compensation and Management Development Committee; Finance Committee; and Nomination and Governance Committee. From time to time the Board may establish a new committee or disband a current committee depending upon the circumstances». http://files.shareholder.com/downloads/CSCO/3064057938x0x149361/596c9654-8ce6-4e71-8765-1f6c945a56ec/CorpGovPolicies.pdf.
[139] http://www.lockheedmartin.com/us/who-we-are/corporate-governance.html.
[140] http://investor.deere.com/our-company/investors-relations/corporate-governance/default.aspx.
[141] http://investor.honeywell.com/phoenix.zhtml?c=94774&p=irol-govGuidelines.

pero que no debe ser obligatorio (Cardinal Health[142], Lowe´s[143], Kohl´s[144], AIG[145]); frente a Altria[146] que en sus CGG rechaza la rotación por considerarla inadecuada. La mayoría afirman que tendrán en cuenta las preferencias y capacitación profesional de cada consejero (All State Corp[147], Apple[148] y Arrow Electronics[149]). En cuanto al plazo de rotación, las opciones también están divididas: desde los tres años de Ingram Micro[150], de tres a cinco años de International Paper Company[151] y United Continental Holdings[152], de cuatro a seis años Walt Disney[153] y American Airlines Group[154], cada cinco años. La tecnológica Avnet[155] y EMC[156] permiten a cualquier consejero asistir a las reuniones de cualquier comité, con voz pero sin voto. Morgan Stanley[157] limita la presidencia de los comités a un máximo de cinco años; y Cummins[158] recoge la denominada «*cross membership*», que en el supuesto específico de esta compañía, significa que el presidente del comité de auditoría será miembro en todo caso, del «*compensation committee*», y el presidente de este último, será forzosamente miembro del comité de auditoría. Illinois Tools Works[159] por el contrario, pondera más la continuidad que la rotación. Y McKeeson[160] limita a tres, los comités a los que puede pertenecer un consejero. En cuanto al número de miembros que integrarán cada comité, lo normal es que sean tres, pero por ejemplo, Baker Hughes[161] determina un mínimo de tres y un máximo de seis.

2.6 DURACIÓN DEL CARGO DE CONSEJERO

Los consejeros normalmente son elegidos por el plazo de un año. Aunque pueden ser reelegidos indefinidamente. De hecho, la mayoría de los CGG expresamente determinan que no creen que sea prudente limitar el número de reelecciones. Sírvanos

[142] http://cg.cardinalhealth.com/corporate-governance/default.aspx.
[143] http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=95223&p=irol-govguidelines.
[144] http://www.kohlscorporation.com/InvestorRelations/corporate-governance.htm.
[145] Véase nota 34.
[146] Véase nota 135.
[147] http://www.allstateinvestors.com/phoenix.zhtml?c=93125&p=irol-govguidelines.
[148] Véase nota 86.
[149] Véase nota 26.
[150] http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=98566&p=irol-irCorpGov.
[151] http://www.internationalpaper.com/US/EN/Company/Governance/.
[152] http://ir.united.com/phoenix.zhtml?c=83680&p=irol-govguidelines.
[153] Véase nota 42.
[154] http://www.aa.com/content/images/amrcorp/corporate-governance-guidelines.pdf.
[155] http://ir.avnet.com/corporate-governance.cfm.
[156] http://www.emc.com/collateral/corporation/corp-gov-guide.pdf.
[157] Véase nota 73.
[158] Véase nota 61.
[159] Véase nota 53.
[160] http://www.mckesson.com/investors/corporate-governance/corporate-governance-guidelines/.
[161] Véase nota 123.

como ejemplo las razones alegadas en los CGG de Sears: «the Board does not believe it should establish term limits. While terms limits could help insure there are fresh ideas and viewpoints available to the Board, they have the disadvantage of losing the contribution of Directors who have been able to develop, over a period of time, increasing insight into the corporation and its operations and, therefore, provide an increasing contribution to the Board as a whole[162]». Tan solo Walt Disney[163] y Supervalue[164] que lo establecen en quince, y Wall-Mart[165] en diez, son la excepción a esta regla, estando topados, eso sí, por el límite de edad.

De las ciento cincuenta compañías analizadas, ciento trece establecen en sus CGG límite de edad para los consejeros. La edad más citada son los setenta y dos años, que se utiliza en sesenta y dos ocasiones, seguida de los setenta y cinco en veintiocho, los setenta en nueve ocasiones, setenta y cuatro en ocho, y los más longevos con ochenta en dos, en concreto son las sociedades Chesapeake Energy[166] y la compañía de seguros Progressive Corp[167]. Y finalmente, setenta y uno y setenta y tres en una sola ocasión.

El sistema de elección es en todos los casos el mayoritario, de forma que si alguno de los candidatos propuestos por el consejo no obtiene más votos a favor que en contra, tendrá que presentar su renuncia al consejo. Pero el consejo es libre de aceptar o no esta renuncia. De hecho, en los CGG de Pepsico se dan hasta seis argumentos para que el consejo pueda no admitir esta dimisión[168]. Otros en cambio, como es el caso de Boeing[169], Wells Fargo[170], Wall-Mart[171], e Intel[172] exigen a sus nominados que entreguen al secretario del consejo una carta de renuncia al cargo en el mismo momento de aceptar la elección, para el caso de que en votaciones de años posteriores no obtengan las mayorías requeridas.

Nos sorprende el dato de que de los aproximadamente 50.000[173] consejeros de empresas cotizadas que existen en los Estados Unidos[174], sólo el 2 por ciento no fueron

[162] http://www.searsholdings.com/govern/guidelines.htm.
[163] Véase nota 42.
[164] Véase nota 27.
[165] http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/11/112761/corpgov/corpgovguidelines.pdf.
[166] http://www.chk.com/responsibility/governance.
[167] Véase nota 83.
[168] Véase nota 75.
[169] Véase nota 33.
[170] https://www08.wellsfargomedia.com/pdf/about/corporate/governance_guidelines.pdf.
[171] Véase nota 153.
[172] Véase nota 87.
[173] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 93.
[174] Entre el NYSE y el NASDAQ existen casi 12.000 empresas cotizadas en los Estados Unidos.

reelegidos[175] por circunstancias distintas a su retiro obligatorio o por cumplir una edad determinada.

En el caso de que las sociedades hayan optado por estructurar su consejo conforme a la modalidad «*staggered* (o *classified) boards*», los consejeros deben ser elegidos por un plazo de tres años[176]. Esta opción, cada vez menos frecuente, es un recuerdo de las cláusulas antiOPA que proliferaron en la década de los ochenta y los noventa. En efecto, el porcentaje de sociedades que incorporaron este tipo de elección de consejeros entre los años 94 y 99, se incrementó de un 43 por ciento a un 82 por ciento[177]. La sustitución de este sistema por el tradicional ha sido uno de los principales caballos de batalla del activismo de los inversores institucionales, quienes aducían que con este sistema se aislaba al consejo de la influencia de los accionistas. No dejan de llamarnos la atención los estudios citados por Larcker y Tayan[178], realizados en el año 2009, en los que sobre un universo de 4.000 sociedades cotizadas se concluye que un 49,7 por ciento tenían «*staggered board*». Nosotros y refiriéndonos al año 2013, y solo en relación con las ciento cincuenta mayores sociedades cotizadas, lo rebajamos al 6 por ciento[179]. Señalamos como ejemplos, los «*staggered boards*» de Best Buy[180], Eli Lilly[181] y Emerson Electric[182].

Desde luego, esto es una muestra de la verdadera fuerza de los inversores institucionales (que concentran un 90 por ciento de su inversión en las quinientas mayores compañías cotizadas) ya que precisamente donde ellos invierten, de forma drástica se ha reducido el número de «*staggered boards*».

---

[175] Egon Zehnder y David Whalen, «Audit analytics, director departures: a five years overview»(2009). En concreto 106 destituciones en 2009, de entre los aproximadamente 50.000 consejeros. http://www.auditanalytics.com/0000/custom-reports.php.

[176] Quedó convenientemente expuesto en el capítulo II, epígrafe 4.

[177] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 76.

[178] Ibíd., 77

[179] Véase el orden del día de la junta general de accionistas de Apple remitido en el «*proxy statement*» de 2014. Como se puede apreciar en el segundo punto, el consejo propone —y la junta aprobó en su reunión de 28 de febrero de 2014— que se modifique la estructura del consejo de administración, a través de la modificación de los estatutos sociales, en el sentido de sustituir el actual «*classificated board*» por uno «*declassified*»: «to facilitate the implementation of mayority voting for the election by amending the Company´s restated Articles of Incorporation (the "Articles") to eliminate Article VII, which relates to the term of directors and the transition from a classified board of directors to a declassified structure».
Esta propuesta, tal y como aparece mencionado en la página 41 del mismo, trae causa en una *shareholder proposal* que se presentó en la junta general de accionistas del año 2000. http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingID=1193125-14-8074&CIK=320193.

[180] http://investors.bestbuy.com/investor-relations/governance/corporate-governance/default.aspx.

[181] Véase nota 30.

[182] Véase nota 56.

Aunque en nuestra legislación cada mandato está limitado a los cuatro años, es cierto que los consejeros podrán ser reelegidos «una o varias veces, por períodos de igual duración máxima[183]».

2.7 *DIRECTOR QUALIFICATION STANDARDS*

En cuanto a la información que debe ponerse a disposición de los accionistas cuando se pretende la elección o reelección de los consejeros por la junta, la SEC modificó en 2010 la Regulation S-K, y en concreto la sección 229.401[184]. En ella se requiere hacer pública la experiencia profesional concreta del candidato, otros cargos de consejero que haya desempeñado durante los cinco años anteriores, cualquier procedimiento legal en el que se hubiera visto involucrado durante los diez años anteriores, así como cualquier sanción que le hubiese impuesto cualquier comisión o agencia regulatoria. En cuanto a la selección de los consejeros, las dos fuentes principales son los propios contactos del comité de nombramientos o una consultora especializada en esta materia[185]. Los CGG hoy en día prevén que los accionistas y otros constituencies puedan proponer candidatos, que deberán ser examinados por el comité de nombramientos.

En lo que hace referencia a los criterios de selección de los consejeros, son variadas las perspectivas desde las que se abordan las cualidades que deben tener los candidatos para poder ser elegidos. El monstruo de la venta de vehículos, Autonation[186], señala los siguientes, «broad experience, financial expertise, wisdom, integrity, ability to make independent analytical inquires, understanding of the company business environment, the nominees ownership interest in the company». La compañía de Florida Jabil Circuit[187] determina «integrity and accountability, informed judgment, financial literacy, mature confidence, high performance standars, passion and creativity». Southwest Airlines, de forma más laconica, solo establece: «practical wisdom and mature judgment». La farmacéutica McKesson: «integrity and values, consistent with the Company's values. They should have broad experience at the policy-making level in business, technology, healthcare or public interest, or have achieved national prominence in a relevant field as a faculty member or senior government officer. The Governance

[183] Artículo 529 undecies LSC.
[184] http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CFR-2011-title17-vol2/pdf/CFR-2011-title17-vol2-sec229-401.pdf.
[185] Según la National Association of Corporate Directors (NACD) un 50 por ciento de las compañías usan ya las firmas especializadas. https://www.complianceweek.com/s/documents/NACDPubCoSurvey.pdf.
[186] http://investors.autonation.com/phoenix.zhtml?c=85803&p=irol-govhighlights.
[187] http://jbl.client.shareholder.com/corporate-governance.cfm.

Committee will consider whether the candidate has had a successful career that demonstrates the ability to make the kind of important and sensitive judgments that the Board is called upon to make, and whether the nominees' skills are complementary to the existing Board members' skills[188]».

En definitiva, se utilizan expresiones un tanto ampulosas y estandarizadas, con el objetivo de cumplir con la exigencia (aunque sea formalmente) de los «listing standards» del NYSE. Se trata de potenciar la diversidad de conocimientos, aunque eso sí, primando los económico financieros.

Existe cierta polémica sobre si la permanencia del CEO saliente en el consejo puede resultar perjudicial para la sociedad[189]. Larcker y Tayan citan en su libro diversos trabajos que parecen demostrar que no es recomendable[190]. Otra disputa vigente es si los actuales CEO de otras compañías son buenos candidatos para el consejo; aunque en este caso la doctrina, de forma categórica, afirma que sí son buenos aspirantes[191].

2.8 *BOARD SIZE*

Podemos decir que las compañías con una facturación de menos de diez millones de dólares tienen de media siete consejeros, mientras que las de mayor facturación, la tienen de once. Existen muchos estudios sobre este aspecto, y sus conclusiones no son demasiado determinantes. Realmente, un consejo amplio dispondrá de más recursos para realizar una más efectiva labor de control, así como para nutrir a sus diversos comités con capital humano con un alto grado de especialización. Por el contrario, parece evidente que el proceso de toma de decisiones tenderá a ser más complicado y menos ágil. Larcker y Tayan concluyen que en compañías complejas es necesario un plus de asesoramiento y especialización, lo que justificaría un consejo amplío[192].

---

[188] Véase nota 160.

[189] General Motors prohíbe expresamente que el CEO sea nombrado consejero cuando se retire.

[190] John H. Evans, Nandu Nagarajan y Jason D. Schloetzer, «CEO turnover and retention light: retaining former CEOs on the board», *Journal of accounting research* 48, issue 5 (2010): 1015. En Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 107.

[191] David Larcker y Brian Tayan señalan como ejemplos de CEOS que sirven en los consejos de otras empresas: James Mulva (CEO de ConocoPhillips) está en el consejo de General Electric; Patricia Woertz (CEO de Archer Daniels Midland) está en el consejo de Procter & Gamble; y David Cote (CEO de Honeywell) está en el de JP Morgan Chase. Véase en David Larcker y Brian Tayan, *A Real Look at Real World Corporate Governance*. (Stanford. Michelle E. Gutman, 2013):27. Véase también a David Larcker y Brian Tayan, que en este aspect tienen más dudas, en «Are current CEOS the best board members?», *Stanford Graduate School of Business* CGRP 18 (2011): 3.

[192] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 156.

En lo referente al número de consejeros que integran los consejos de las grandes sociedades, podemos apuntar que la gran mayoría de ellas no se imponen límites[193]. Dejan la puerta abierta a cualquier posibilidad, como es el caso de Chevron, que establece que «the Board's size is assessed at least annually by the Board Nominating and Governance Committe[194]», es decir, anualmente se evalúa cuál será la composición idónea del consejo. Otros en cambio señalan un número fijo, como es el caso de Freeport-McMoran Copper & Gold, que exige dieciséis[195]. Otras determinan un máximo y un mínimo, pero en una franja baja, como ocurre con Nucor[196] (tres y once) y Community Health System[197] (tres y ocho); o una franja alta como es el caso de Dow Chemical[198] (seis y veintiuno), Target[199] (cinco y veintiuno) y Ford[200] (diez y veinte). Mientras que otros simplemente indican un mínimo: Google, cinco[201]; News Corp[202], tres; y otras un máximo, como Jabil Circuit[203], doce. Algunas regulan la figura del consejero emérito, con voz y sin voto. Normalmente son antiguos consejeros, como sucede en Chesapeake Energy[204] o Aflac[205] (esta última distingue a su vez entre «*emerit director*» ——que son aquellos que dejan el consejo después de haber servido al menos durante cinco años, y tienen más de cincuenta y cinco— y los «*advisory directors*», que se les propone incorporarse aun cuando no existan vacantes en el consejo. Puede servir para ir familiarizándose con el funcionamiento del consejo a la espera de una vacante. Ninguno de los dos tendría derecho de voto).

En algunas ocasiones se contrata a determinadas personas que aunque no son consejeros, y por lo tanto no tienen voto, participan en los consejos en calidad de «*observer*» o «*advisory directors*[206]» (es habitual en entidades financieras). Tal como nos relatan Larcker y Tayan[207], también es frecuente llegar a este tipo de acuerdos cuando una

[193] Recordar que el vigente Código de buen gobierno en su recomendación 13, indica una horquilla entre los cinco y los quince miembros.
[194] http://www.chevron.com/investors/corporategovernance/governanceguidelines/.
[195] http://investors.fcx.com/investor-center/corporate-governance/default.aspx.
[196] http://www.nucor.com/governance/principles/.
[197] http://www.chs.net/company-overview/corporate-governance/.
[198] Véase nota 75.
[199] Véase nota 57.
[200] https://corporate.ford.com/company/governance.html.
[201] Véase nota 137.
[202] http://newscorp.com/corporate-governance/-.
[203] Véase nota 187.
[204] Véase nota 166.
[205] Véase nota 67.
[206] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 99.
[207] Citan el ejemplo de las empresas Excite e Intuit, quienes llegaron a los siguientes acuerdos, entre otros: que la segunda pudiese nombrar un *boardroom observer* en la primera; que además pudiese asistir a los comités de auditoría de la sociedad. El texto del acuerdo es el que sigue:

sociedad entra de forma amistosa y minoritaria en el capital de otra, y como parte del acuerdo, a la adquiriente se le permite mandar un «observador» al consejo de la participada (en estos casos no se entiende necesario nombrar a un consejero).

2.9 *BOARD DIVERSITY*

Un pequeño apunte en lo referente a la diversidad. La diversidad de consejeros en los Estados Unidos tiene un sentido muy distinto al que normalmente se le da en España y Europa. En nuestro continente se centra, casi exclusivamente, en la diversidad de género[208]; mientras que en aquel país abarca un conjunto de supuestos mucho más amplio y enriquecedor. Sirvan como ejemplos los siguientes: Tech Data[209], al referirse a la diversidad, la concreta en «diversity of gender, racial, ethnic and cultural»; Halliburton[210] menciona «personal experience, race, gender, age, and nationality»; Procter & Gamble[211] alude a «diversity including with respect of age, gender, international background, race and specialized experience»; Pepsico[212] lo centra en: «(1) relevant knowledge, diversity of background and experience in areas including business, finance, accounting, technology, marketing, international business and government; (2) personal qualities of leadership, character, judgment and whether the candidate possesses a reputation in the community at large of integrity, trust, respect, competence and adherence to the highest ethical standards; (3) roles and contributions valuable to the business community; and (4) whether the candidate is free of conflicts and has the time required for preparation, participation and attendance at meetings». Lowe`s señala simplemente «diversity in its broadest sense (inclusive of gender and race)» y Macy´s[213] cita las siguientes: «expertise, industry knowledge, diversity of opinion and contacts relevant to the company´s

---

For so long as Intuit continues to own al least 10% of the outstanding common stock of the Company…and an Intuit Designee is not a member of the Board of Directors, the Company shall invite a representative of Intuit (the "Representative"), which representative shall be reasonably acceptable to the company, to attend all meetings of the Board of directors and the Audit Committee thereof in a non voting observer capacity and, in this respect, shall give such representative copies of all notices, minutes, consents and others board of directors or audit committee member´s materials…provided, however, (i) that the company reserves the right to withhold any information and to exclude such representative from any meeting, or any portion thereof, as is reasonably determined by the Chairman of the Board…to be necessary for the purposes of confidentiality, competitive factors, attorney-client privilege, and other reasonable purposes.

Ibíd., 100.

[208] Recomendación 14 del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas.

[209] http://tecd.client.shareholder.com/documentdisplay.cfm?DocumentID=8063.

[210] Véase nota 41.

[211] Véase nota 43.

[212] Véase nota 65.

[213] https://www.macysinc.com/for-investors/corporate-governance/default.aspx.

business». News Corp.,[214] destaca «diversity on the Board of professional background, experience, expertise, perspective, age, gender, ethnic and country of citizenship» y Kroger[215] se refiere a la «racial, ethnic and gender diversity».

2.10 LA RETRIBUCIÓN DEL CONSEJO

La sección 141 (h) de la DGCL determina «unless otherwise restricted by the certificate of incorporation or bylaws, the board of directors shall have the authority to fix the compensation of directors»; y la 8.11 de la MBCA «unless the articles of incorporation or bylaws provide otherwise, the board of directors may fix the compensation of directors». Por lo tanto, es el consejo de administración el autorizado clara y rotundamente para establecer la retribución de los consejeros. Es por ello que el «*say on pay*», o posibilidad que se ha dado a los accionistas de manifestar su opinión sobre la misma, fuera recibida inicialmente como una intromisión inaceptable en las sacrosantas facultades de autodeterminación de su remuneración.

Es claro que la remuneración del consejo de administración y del máximo ejecutivo de la compañía ha hecho correr ríos de tinta las dos últimas décadas. Y lo es también el que sea una de las materias en la que los accionistas se muestran, lógicamente, más sensibles. Si bien no es objeto de este trabajo el entrar a analizar en profundidad este aspecto del gobierno de las sociedades, si entendemos que es absolutamente necesario dedicarle al menos unas líneas en las que de forma somera expondremos cuál es el actual estado de la cuestión en los Estados Unidos[216].

Como sabemos, el comité de nombramientos es el encargado de proponer la remuneración del consejo, así como de negociar y determinar la del CEO. Los accionistas tienen derecho a votar la política de remuneraciones cada tres años —sin que el sentido de su voto sea vinculante para el consejo—[217]. En el supuesto de que las mismas

[214] http://newscorp.com/corporate-governance/.
[215] http://www.thekrogerco.com/docs/default-document-library/guidelinesissues.pdf.
[216] Recordar que tanto Steve Jobs en Apple, Eric Schmidt en Google y Mark Zuckerberg en Facebook cobraban un dólar al año. http://www.forbes.com/sites/alexmorrell/2014/04/01/facebooks-mark-zuckerberg-now-among-billionaire-ceos-earning-1-salary/.
[217] En nuestro ordenamiento, el artículo 529 novodecies exige aprobar la política de remuneración de los consejeros cada tres años. Pero en el caso de que el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros «fuera rechazado en la votación consultiva de la junta general ordinaria, la política de remuneraciones aplicable para el ejercicio siguiente deberá someterse a la aprobación de la junta general con carácter previo a su aplicación, aunque no hubiese transcurrido el plazo de tres años anteriormente mencionado»; Así mismo, en sus recomendaciones 56 a 64 el Código de buen gobierno, también hace referencia a la remuneración de los consejeros.

retribuciones propuestas incluyan cualquier tipo de entrega o derecho sobre acciones de la compañía, es necesaria la aprobación de los accionistas[218].

En una proporción muy importante, el consejo se apoya en consultores externos[219], para proponer la cuantía y forma de la retribución. Desde un punto de vista práctico, podemos indicar como, por ejemplo, Home Depot[220] establece que el «*leadership development and compensation committee*» utilizará únicamente «*independent compensation consultants*»; Lockheed Martin[221] ordena revisar anualmente la independencia de la compañía que la asesora en tema de retribuciones, y que Allstate Corporation[222] no puede pagar más de 120.000 dólares anuales a la empresa que la asesora sobre el sueldo de los consejeros.

Los detalles del «*compensation plan*[223]» deberán estar debidamente recogidos en el *proxy* o documento que la sociedad envía a los accionistas pidiéndoles el voto. Incluirá el *fair value* de la total remuneración del CEO y del resto de la alta dirección de la sociedad,

[218] Véanse los puntos 6º y 7º del orden del día de la junta general de Apple en el primero se solicita un voto que no será vinculante (*non-binding*) y por el contrario, en el segundo se exige aprobación del acuerdo siendo el voto vinculante para el consejo:

6. To vote on a non-binding advisory resolution to approve executive compensation;

7. To approve the Apple Inc. 2014 Employee Stock Plan;

Véase en http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-14-8074&cik=320193.

[219] Véase «*proxy statement*» de Apple para la junta de 2014, la referencia que se hace al consultor elegido:

> *The Role of the Compensation Consultant. The Compensation Committee selected and directly retained the services of F.W. Cook, an independent executive compensation consulting firm, as to its compensation decisions for 2013. F.W. Cook did not provide any other services to the Company and worked with the Company's management only on matters for which the Compensation Committee is responsible. The Compensation Committee assessed the independence of F.W. Cook pursuant to SEC and Nasdaq rules and concluded that no conflict of interest exists that would prevent F.W. Cook from serving as an independent consultant to the Compensation Committee. The Compensation Committee periodically sought input from F.W. Cook on a range of external market factors, including evolving compensation trends, appropriate peer companies and market survey data. F.W. Cook also provided general observations about the Company's compensation programs, but it did not determine or recommend the amount or form of compensation for the named executive officers. Finally, F.W. Cook provided general observations in connection with the Compensation Committee's consideration of the proposed Apple Inc. 2014 Employee Stock Plan, but it did not determine or recommend any specific share limits for the plan. The Compensation Committee intends to review the appointment of its independent executive compensation consulting firm annually. As part of the review process, the Compensation Committee will consider the independence of the firm in accordance with applicable SEC and Nasdaq rules.*
>
> Véase http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-14-8074&cik=320193.

[220] Véase nota 35.

[221] Véase nota 139.

[222] Véase nota 147.

[223] Ver *compensation plan* de los consejeros de Apple remitido a los accionistas en el *proxy Statement* de 2014, en anexo 3.

incluyendo la de los tres años anteriores, así como los ingresos que hubieran obtenido a través del ejercicio de cualquier opción concedida o como consecuencia de la entrega de acciones de la compañía. La SEC también ha exigido la incorporación de una sección denominada «*compensation discussion & analysis* (CD&A)[224]». En esta sección se incluye información que puede ser de interés para el accionista[225], como es la filosofía retributiva de la compañía (para con los directivos); los distintos elementos que integran el «*pay package*»; el total de la compensación recibida; las empresas similares utilizadas a efectos comparativos[226] para diseñar el sistema, y medir el grado de cumplimiento de objetivos; los elementos de medida utilizados para determinar el variable; la política de adquisición de acciones impuesta al consejo y principales ejecutivos; políticas de recuperación o recobro de remuneraciones cuando después de entregadas, se demuestra

[224] SEC, https://www.sec.gov/answers/execomp.htm.

[225] El *proxy statement* que Apple emitió con motivo de la junta general de la compañía celebrada el 28 de febrero de 2014, publica el siguiente CD&A que por su interés incorporamos como anexo número 4.

[226] Véase el *proxy statement* de Apple para la junta de 2014 en http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-14-8074&cik=320193.

«The Role of Peer Companies and Benchmarking. With the assistance of F.W. Cook, the Compensation Committee identified a group of primary peer companies to use for compensation comparison purposes for 2013. In determining the primary peer group, the Compensation Committee selected U.S.-based, stand-alone, publicly traded companies that, in its view, compete with the Company for talent and are in one of the following industries: communications equipment, computers and peripherals, diversified telecommunications services, internet and catalog retail, internet software and services, media, semiconductors and semiconductor equipment, or software. The threshold revenue and market capitalization requirements for a company to be considered for the peer group remained consistent with 2012 levels at $15 billion and $25 billion, respectively. Applying these criteria, Dell Inc. was removed and CBS Corporation, eBay Inc., and Time Warner Cable Inc. were added to the primary peer group used for compensation comparison purposes. Based on these criteria, the Company is significantly larger than the other companies in the primary peer group, with 2013 revenues of $170.9 billion and market capitalization of $434.1 billion at the end of 2013.

The Committee selected the following primary peer group for 2013:

Amazon.com, Inc.	EMC Corporation	Oracle Corporation
AT&T Inc.	Google Inc.	QUALCOMM Incorporated
CBS Corporation	Hewlett-Packard Company	Time Warner Inc.
Cisco Systems, Inc.	Intel Corporation	Time Warner Cable Inc.
Comcast Corporation	International Business Machines Corporation	Verizon Communications Inc.
DIRECTV	Microsoft Corporation	Viacom Inc.
eBay Inc.	News Corporation*	The Walt Disney Company"

A este respecto Union Pacific señala dos cuestiones que nos han llamado la atención. La primera es que en relación con la referencia que se hace a compañías de similares características para determinar la remuneración del consejo, establece que solo se les abonará entre el 50 por ciento y el 75 por ciento de esa media. Y que la parte de la remuneración consistente en acciones no se entregará hasta que finalice su mandato como consejero. http://www.up.com/investor/governance/.; Eli-Lilly, determina que para establecer la comparativa, se tendrán en cuenta tanto las de la industria farmacéutica como las «leading U.S companies».http://www.lilly.com/about/corporate-governance/Pages/corporate-governance.aspx.

que realmente no se alcanzaron los hitos previstos[227]; las indemnizaciones por despido, y otras retribuciones que, en su caso, se reciban tras la salida de la compañía[228].

Para hacer un repaso de cuál es la estructura de la compensación recibida por los consejos de las principales sociedades cotizadas en los Estados Unidos, vamos a utilizar el estudio realizado por la consultora Frederick W. Cook & Co. Inc. en 2014, titulado «Director compensation report». Se refiere únicamente a los consejeros no ejecutivos[229], ya que en las grandes sociedades cotizadas de los Estados Unidos (en casi el 90 por ciento de los casos), solo ellos reciben remuneración en concepto de consejeros, y no los *management directors*[230].

De este estudio se ponen de manifiesto tres tendencias: la primera, es la estabilización de la retribución de los consejeros desde la aprobación de la Dodd-Frank Act; la segunda, el incremento de horas de trabajo que se les exige a los consejeros; y en tercer lugar, la implantación de unos sistemas de retribución más simples y transparentes. Respecto a esta última, se detecta un progresivo abandono de las dietas de asistencia, así como de las *stock options*, y en contraposición, un incremento de las *deferred* o *restricted shares* (acciones de la compañía que solo se entregarán a los consejeros cuando estos dejen de ser miembros del consejo) (ibídem).

En cuanto a las cifras medias de retribución, para consejeros que atienden al año siete reuniones del consejo y seis reuniones del comité al que pertenezcan, las cifras oscilan entre los 210.000 dólares del sector industrial, los 186.000 del energético y los 142.000 del financiero. A su vez, la media en la gran empresa cotizada asciende hasta

---

[227] Son las denominadas «*clawback provisions*» que están incorporadas a todos los CGG.

[228] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 240.

[229]

> *Director compensation levels have stabilized since the introduction of the Dodd-Frank Act, with recent increases in the low to mid single digits (i.e., 3% to 6%). Compared to last year, small-cap companies had the largest increase in total director compensation. Director workload and oversight continues to increase, especially for Compensation Committee members, in light of regulatory changes like Say-on-Pay and mandated risk assessments. From a design perspective, the trend is toward simpler, more transparent director compensation programs that reward directors based on degree of responsibility, promote independence and objectivity, and align director interests with shareholders. Companies are moving away from Board and committee meeting fees to simplify administration and communicate that attendance is expected. In addition, companies are replacing stock options with deferred or restricted shares to provide stronger alignment between directors' and shareholders' long-term interests and to address investor concerns about the appropriateness of stock options due to their risk and reward profie.*
>
> http://www.fwcook.com/alert_letters/The_2013_Directors_Compensation_Report.pdf.

[230] Ibídem. Como excepciones, la compañía de seguros médicos AETNA, Dow Chemical, United Continental Holdings y Lockheed Martin. Por supuesto, los consejeros ejecutivos tendrán su retribución precisamente por el concepto de ejecutivos o alta dirección de la compañía, que será fijada por el propio consejo a recomendación del comité de nombramientos. Una variable es el caso de Best Buy que remunera a ambos, *non-management* y *management*, pero a estos últimos, y en cuanto miembros del consejo, solo con acciones.

237.000; mientras que en la pequeña empresa se reduce a 125.000 (ibíd., 5). En lo referente a la forma en la que se descompone, a grandes rasgos, las cifras mencionadas, F.W.Cook & Co. Inc. señala que el 48 por ciento es en efectivo, el 47 por ciento en *stock awards*; y ya solo el 5 por ciento en *stock options* (ibíd., 6). La percepción en efectivo suele estar estructurada en una retribución fija al año (*cash retainer*) que oscila entre los 70.000 del sector industrial y los 55.000 del financiero, además de una dieta por asistencia a cada reunión que suele fluctuar entre los 1.500 y los 2.000 dólares (ibíd., 8).

Pero desgranando un poco más los datos de la parte de la retribución que se recibe en capital de la sociedad (*equity*[231]), y tal y como dice el estudio que comentamos: «full-value stock awards continue to be the most prevalent form of equity compensation for board service, as stock or stock units are viewed as more appropriate based on board fiduciary responsibilities and as providing stronger alignment with long-term shareholder interests than stock options» (ibíd., 10). En efecto, el 87 por ciento de la retribución en acciones del sector industrial, y el 78 por ciento del energético se realiza en *stock awards*, quedando las *stock options* reducidas a un —cada vez más menguante— 15 por ciento. Es preciso señalar que las *stock* o *equity awards*, están referenciados a una cifra monetaria, y no a un número de acciones. De esta forma se evita las fluctuaciones del valor de la acción (ibíd., 11). Este sistema de retribución supone para los consejeros una cifra que

[231] No obstante, tanto las *stock options* como los *equity awards* pueden suponer un problema de dilución para los accionistas de la compañía. En el caso de ejercicios brillantes, en los que se superen beneficios presupuestados y se alcancen cotizaciones determinadas, quizás la retribución de todos los consejeros y directivos mediante la entrega (y emisión) de acciones para cumplir con lo pactado, suponga un efecto dilutivo en la participación del resto de los accionistas. Por ello, la mayoría de las sociedades se autolimitan a través de la denominada «*unadjusted burn rate*». Véamos el ejemplo de Apple en la página 48 de su Proxy Statement de 2014: «In order to further protect shareholder interests from the potential dilutive impact of equity awards, the Company intends to limit its average annual unadjusted burn rate through 2017 to approximately 1.50% of shares outstanding. For this purpose, the "unadjusted burn rate" for any one particular fiscal year means the total number of shares of the Company's common stock issuable upon exercise or payment, as the case may be, of the equity-based awards granted by the Company in that fiscal year divided by the Company's weighted average total number of shares of common stock issued and outstanding during that particular fiscal year. The burn rate is "unadjusted" because it is determined before giving effect to the 2:1 premium share counting rule, discussed below, for certain equity awards. Please see "Specific Benefits" below for more information regarding the Company's equity awards and unadjusted burn rates over the last three fiscal years and to-date in 2014 (as of November 11, 2013). While this burn rate provision is included to help address shareholder considerations regarding dilution, the 1.50% number was set higher than the Company's unadjusted burn rate for any of the Company's past three fiscal years to provide some flexibility for the Company and recognize that additional share repurchases by the Company will, as a result of decreasing the number of shares of the Company's common stock that are then issued and outstanding, cause the Company's unadjusted burn rate to increase». http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-14-8074&cik=320193.

oscila desde los 76.000 dólares de media en el sector financiero, hasta los 130.000 en el tecnológico[232].

Podemos añadir que el 25 por ciento de las compañías estudiadas, han optado por prohibir a sus consejeros utilizar las acciones de las que son propietarios en la compañía, como garantía de cualquier tipo de obligación que asuman en su actividad extra societaria (es decir, se prohíbe su pignoración).

Finalmente, haremos una rápida mención a los pluses —y a su cuantificación— que por diferentes conceptos pueden recibir los miembros del consejo. El primero en importancia económica es el vinculado al cargo de presidente. Supone una retribución adicional (normalmente en una mezcla de efectivo y *equity* similar al que reciben por su condición de consejeros) cuya horquilla abarca desde los 150.000 dólares que recibe de media el presidente de una compañía energética, hasta los 50.000 del sector financiero (ibíd., 13). En cuanto a los *lead directors*, el 68 por ciento recibieron una retribución adicional entre 20.000 y 25.000 dólares. El resto no recibía nada (ibíd., 14). Los presidentes de comités del consejo en su mayoría (un 90 por ciento de las 300 compañías analizadas en el estudio citado), también reciben un plus. En el caso del comité de auditoría son 20.000 dólares y en el de los comités de retribuciones y de nombramientos y gobierno, son 10.000. Todos ellos con unas dietas de asistencia a las reuniones de los comités de 1.250 dólares. El resto de los miembros de los comités reciben unos 9.000 dólares de media anuales, mas una dietas por asistencia de 1.500.

Sin embargo, también existen sociedades que no retribuyen el desempeño de estos cargos, es el caso de National Oilwell[233], en la que no se cobra por pertenecer a los comités; en Apple[234] tampoco por presidirlos. En Pepsico[235], los únicos que no cobran son los miembros del comité de auditoría, y en Amerisourcebergen[236], no cobran los miembros de los tres comités obligatorios exigidos por el NYSE.

2.11 *OWNERSHIP GUIDELINES*

Son muchas las compañías que exigen a sus consejeros que personalmente mantengan posiciones determinadas en el capital de la sociedad[237]. Este requerimiento

[232] Ibíd., 12.
[233] https://www.nov.com/About_NOV/Sustainability/How_We_Operate/Corporate_Governance.aspx.
[234] Véase nota 86.
[235] Véase nota 65.
[236] Véase nota 32.
[237] Sysco, en el proxy statement 2014 en relación con el stock ownership guidelines indica que "The Corporate Governance Guidelines provide that after five years of service as a non-employee director, such

tiene por objeto, una vez más, el alinear los intereses de los consejeros con los de los accionistas. Los procedimientos para lograrlo van desde la compra forzosa y directa de acciones en el mercado, hasta el deber de ejercer las opciones de compra que se les ofrecen. En todos los casos, con una obligación de mantenimiento de la posición que puede variar desde tres meses hasta un año después de abandonar el consejo. La cuantía suele ser un múltiplo de la *annual cash retainer*, otorgándoseles un plazo para alcanzar ese umbral (algunas veces en lugar de una cifra de dinero, se exige la compra de determinado número de acciones[238]).

Son diferentes las fórmulas empleadas, pero las que a continuación señalamos son las más frecuentes. Desde una cifra igual a siete veces el annual cash retainer o 15.000 acciones en cinco años como exige Chevron[239]; a cinco veces el annual cash retainer (Wall-Mart Stores[240], Allstate[241], Century Link[242]); o cuatro veces (Tech Data[243]); tres veces el annual cash retainer en cinco años Valero Energy[244]; o 2,5 veces en cinco años (Caterpillar[245]). Boeing[246] permite elegir entre tres años tres veces el annual cash retainer, o en seis años cinco veces el annual retainer fee. Otras solicitan un número determinado de acciones (Athena[247], 400.000 en cinco años; AES[248], 10.000 en tres años) o una determinada cifra: los 750.000 dólares en cinco años de Autonation[249]. Dependerá, lógicamente, del valor en bolsa de la acción, por lo que algunas —solo algunas— introducen un mecanismo corrector para el caso de fluctuaciones importantes en el precio,

---

individuals are expected to continuously own a minimum of 16,500 shares of Sysco common stock. All of the current non-employee directors with at least five years of service beneficially held the requisite number of shares as of September 22, 2014. Stock ownership guidelines applicable to executive officers are described under "Stock Ownership— Stock Ownership Guidelines." Véase http://investors.sysco.com/files/doc_financials/annual/SYY2014_PXY-pdf.pdf.

[238] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 114. Nos señalan a Pitney-Bowes que exige la tenencia de 7.500 acciones de la compañía, o lo que es lo mismo, 225.000 dólares; los de McKesson disponen de tres años para comprar acciones por importe de cuatro veces su *annual retainer*, aproximadamente 300.000 dólares en total.

[239] Véase nota 194.

[240] Véase nota 165.

[241] Véase nota 147.

[242] Véase nota 113.

[243] Véase nota 209.

[244] Esta compañía determina qué acciones computarán a estos efectos de la siguiente forma: «shares owned (restricted shares, shares obtained upon option exercise, shares purchased in the open market), shared ownership, shares the receipt of which have been deferred, restricted stock units»; y no computan: «unexercised stock options»; también News Corp. señala tres veces el annual cash retainer en tres años, computándose «deferred stock units, stock appreciation rights and restricted share units». http://www.valero.com/investorrelations/pages/corporategovernance.aspx.

[245] Véase nota 28.

[246] Véase nota 33.

[247] http://www.athenaresources.com.au/corporate/corporate-governance/.

[248] http://www.aes.com/files/doc_downloads/about_us_pdf/charters/New%20-%202014/Corp-Governance-Guidelines-2014.pdf.

[249] Véase nota 186.

como Express Scripts[250], que indica que los consejeros deberán obtener 1,5 veces el *annual equity grant* en cinco años, y si bajase el precio de la acción y no se alcanzase el mencionado 1,5, se le otorgarán dos años más para obtenerlo. Además, las acciones deberán ser tenidas «*free and clear*». Otras formas un poco más explícitas señalan: «within three years of joining the Board, such a director shall own at least the number of shares of the company stock, or stock based equivalents, that have been awarded to him or her pursuant to the company´s compensation plans for independent directors, less any shares sold by the director for the purpose of paying taxes related to such awards[251]». Otra variante es la seguida por Manpower[252], General Mills[253], y Morgan Stanley[254], que aunque inicialmente establecen la retribución en efectivo, permiten que los consejeros la reciban total o parcialmente en acciones; J.P. Morgan Chase[255] establece que dos tercios de la remuneración obligatoriamente será en acciones, lo mismo que Xerox[256], si bien esta exige mantenerlas hasta un año después de dejar el consejo (igual que Wells Fargo[257]); U.S. Steel[258], la mitad, pero teniendo que mantener todas las que reciba de la sociedad por cualquier concepto hasta que finalice su mandato.

Qualmcomm[259] recoge en sus CGG las consecuencias en caso de incumplimiento. En síntesis, se retendrán todas las acciones recibidas por cualquier concepto hasta que se alcance la cifra exigida.

Por razones que a nadie se nos escapan, tanto los accionistas como los expertos en gobierno corporativo, y especialmente los proxy advisors, suelen valorar muy positivamente esta circunstancia. Nosotros somos firmes defensores de la misma, si bien es cierto que la doctrina no es del todo unánime. Larcker y Tayan especulan con la idea de que esta obligación podría llevar a los consejeros a poner trabas a la adopción de acuerdos que pudiesen afectar al precio de la acción en el corto y medio plazo (como sería

[250] «to count towards this requirement, stock has to be owned "free and clear" (i.e., unexercised options/stocksettled stock appreciation rights or unvested restricted stock/restricted stock units would not be counted). Directors are given five years to meet this requirement. In addition, once a director has met the requirement, if the value of the stock held by such director falls below required ownership level due to a decrease in the trading price for the Company's stock, such director shall have two years to remedy such shortfall». http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=69641&p=irol-govHighlights.

[251] http://ir.timewarnercable.com/files/doc_downloads/twc_corporate_governance_policy.pdf.

[252]http://www.manpowergroup.com/wps/wcm/connect/manpowergroup-en/home/about/corporate-governance.

[253] Véase nota 117.

[254] Véase nota 73.

[255] Véase nota 24.

[256] http://www.xerox.com/about-xerox/citizenship/corporate-governance/enus.html.

[257] Véase en nota 170.

[258] Véase nota 23.

[259] http://investor.qualcomm.com/documentdisplay.cfm?documentid=5526.

una compra importante o una modificación estructural), cuando por cumplimiento de la edad límite, está cercana su salida del órgano de administración colegial. Estos autores, no obstante citan los siguientes estudios: el de Mehran (1995) que no encontró relación entre la tenencia de acciones por los consejeros y el incremento del valor de la acción de la compañía; el de Mikkelson y Partch (1989) que concluyó que cuanto mayor es la participación de un consejero en el capital de esta, mayor es la posibilidad de que este acepte una OPA sobre la compañía. Cordeiro, Veliyath y Neubaum (2005) y Fich y Shivdasani (2005) por el contrario afirmaron que la tenencia de acciones de la compañía por parte de los consejeros, sí que está relacionada con un incremento del valor de la acción en el medio plazo; y Brick, Palmon y Wald (2006) que la remuneración por encima de la media tanto del consejo como de el CEO está asociada a «*lower future firm performance*[260]».

No queremos dejar de insistir en que esta obligación de tenencia de acciones, impuesta a los consejeros independientes, y aún con los inconvenientes que pueda acarrear, no hace sino validar nuestra idea de que en los mercados europeos continentales en general, y en España en particular (en donde se produce una concentración accionarial mucho mayor que en los Estados Unidos), la figura del consejero dominical, está siendo infravalorada. Ello es consecuencia de la admisión (sin el debido filtro) de estas prácticas que, volvemos a recordar se realizan en un mercado distinto, y están espoleadas por unos actores diferentes a los que existen en Europa.

2.12 EVALUACIÓN DEL CONSEJO

Entre los requisitos exigidos por el NYSE, encontramos que el comité de nominaciones y gobierno supervise la evaluación del consejo y la dirección[261]. Además, cada comité está obligado a autoevaluarse[262]. Larcker y Tayan enumeran las materias que habitualmente están sujetas a este proceso: composición, responsabilidad y transparencia, información, reuniones y relaciones. Aunque finalizan, con todo el sentido, manifestando: «practically speaking, it is difficult for the professionals conducting the evaluation to give

[260] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 115.
[261] Norma 303A.04.(b) (i). al regular el funcionamiento de este comité, dispone «…and oversee the evaluation of the board and management». Véase NYSE http://nysemanual.nyse.com/lcm/.
[262] La norma 303A.09. señala al determinar las CGG, «the board should conduct a self-evaluation at least annually to determine whether it and its committees are functioning effectively».Véase NYSE http://nysemanual.nyse.com/lcm/.

constructive feedback, even if they are third-party consultants[263]», es decir, es complicado realizar esta evaluación, más allá de la comprobación formal de los requisitos exigidos.

Aunque el NYSE no menciona la evaluación individual de los consejeros, en algunas compañías el *lead director*, el presidente del consejo y el presidente del comité de nombramientos y gobierno corporativo, tienen que evaluar la contribución y desempeño de sus funciones por parte de cada uno de los consejeros (como es el caso de The Allstate Corporation[264]). Archer Daniels & Midland[265] pide expresamente que de la autoevaluación surjan *areas of improvement* y Amerisourcebergen, da un paso más al señalar que «the individual assessments will be organized and summarized by an independent corporate governance expert for discussion at a meeting of the Board[266]».

De forma similar se incorpora a los CGG la evaluación del CEO. Valga como ejemplo el caso de Bank of America[267] con la siguiente redacción: «The Compensation and Benefits Committee, together with the Chairman, conducts an annual review of the CEO´s performance, and reports the results of its evaluation to the Board. The results of the evaluation are considered by the compensation and Benefits Committee in determining the CEO´s compensation, which is subject to further approval by the Board´s independent directors, and the results of the evaluation and compensation determinations are discussed with the CEO».

Nuestro Código de buen gobierno también recoge en su recomendación 36 esta evaluación, para la cual será auxiliado, cada tres años, por un consultor externo. No acabamos de entender esta recomendación. Tal y como hemos citado anteriormente a Larker y Tayan, esta es una labor difícil de realizar por las propias características del encargo. Unos asesores externos (sin estar presentes, por supuesto, en las reuniones del consejo y de sus diversas comisiones) difícilmente podrán evaluar la «evaluación». ¿A través de la revisión de actas? Más gastos para las sociedades. Menos dividendos para los accionistas. Buen trabajo del lobby de las grandes sociedades prestadoras de servicios a las sociedades. ¿Serían capaces de «suspender» el funcionamiento del consejo que les contrata?

[263] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 117.
[264] Véase nota 147.
[265] http://www.adm.com/en-US/investors/governance/Pages/default.aspx.
[266] Véase nota 32.
[267] http://investor.bankofamerica.com/phoenix.zhtml?c=71595&p=irol-govhighlights.

2.13 LIMITACIÓN DEL NÚMERO DE CONSEJOS A LOS QUE PUEDE PERTENECER UN CONSEJERO

Otro aspecto objeto de regulación en los CGG de las compañías, siguiendo las exigencias del NYSE y NASDAQ, es la limitación del número de consejos en los que pueden prestar sus servicios los consejeros de sociedades cotizadas. Se trata de evitar los «*busy directors*». La doctrina de forma unánime alerta sobre los peligros de la práctica de que determinadas personas acumulen puestos en distintos consejos, por estar empíricamente probado que perjudica el rendimiento de las sociedades en las que desempeñan su cargo estos consejeros sobrecargados[268]. Este punto, después del relativo a la finalidad que el consejo ha de perseguir en su actuación, es el que ha recibido una mayor atención por parte de los consejos de las compañías estudiadas. En efecto, ciento treinta y dos de ellas le dedican unas líneas en sus CGG; frente a las solo cuarenta y ocho que, por ejemplo, regulan el aspecto referido a la «*Director orientation and evaluation*» de la sección 303A.09.

Realizada esta llamada de atención, pasemos a analizar de qué forma es tratada esta materia. Aunque existen excepciones, la norma general es que al CEO de la compañía se le limite más que al resto de los consejeros, lo cual no deja de tener todo el sentido. Dicho esto y con la dedicación, conocimientos, estudio y análisis de situaciones, programas de formación continua, y presencias en comités que, también lógicamente, se solicitan de los consejeros de estas grandes sociedades, podemos anticipar que encontramos exagerado el número adicional de consejos en los que se les permite formar parte[269].

The Allstate Corp.[270] y Microsoft[271] permiten a su CEO ser consejero de otras dos sociedades cotizadas y al resto de consejeros, de cinco más. Eli Lilly[272], para todos tres. Duke Energy[273] no permite a su CEO, en principio y salvo una autorización especial, ser miembro de otro consejo. El resto de consejeros lo podrán ser de cuatro sociedades más.

---

[268] Eliezer M. Fich y Anil Shivdasani, estiman que un consejo es «*busy*» cuando el 50 por ciento o más de los consejeros externos se sientan en tres o más consejos, y concluyen, «collectively, our results indicate that when a majority of outside directors are busy, firm performance suffer». «Are busy boards effective monitors?» *Journal of Finance* 61 (2006): 692; Larcker y Tayan, ponen de manifiesto que en efecto hay consejeros que estando en varios consejos, no son capaces de lograr un completo cumplimiento de sus obligaciones. El 83 por ciento de los consejeros lo son solo de un consejo, un 12 por ciento lo son de dos, y un 3 por ciento de tres. De cuatro o más, los porcentajes son muy reducidos, aunque hay dos personas que pertenecen a siete consejos distintos. *Corporate governance matters*, 102 y 151.

[269] Esta materia está recogida en la recomendación 25 de nuestro Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

[270] Véase nota 147.

[271] Véase nota 54.

[272] Véase nota 30.

[273] Véase nota 132.

Entre otras Time Warner Cable[274], Alcoa y Lockheed Martin[275], permiten al CEO dos más y al resto de consejeros, cuatro más. Y General Dynamics[276], Danaher[277] y Occidental Petroleum[278] lo limitan para todos a cuatro. Estas dos son las restricciones estándar.

Safeway[279] establece el límite para todos los consejeros (incluido el CEO) en cinco consejos más; es decir, seis en total. Sprint Corp.[280] y Walt Disney[281] establecen otro criterio ya que para los consejeros que trabajan a tiempo completo en alguna empresa, el límite sería de tres, mientras que para los que no trabajan a tiempo completo o están jubilados, sería de cinco. La petrolera Holly Frontier[282], sin señalar límite alguno, sí anima a sus consejeros a participar en otros. Delta Airlines[283] limita a su CEO a solo un consejo adicional, y al resto los somete al estudio de cada caso por el comité de nombramientos y buen gobierno. Tyson Foods[284] y Wells Fargo[285] solicitan simplemente comunicarlo al presidente del comité correspondiente. Century Link[286] para todos, dos. Procter & Gamble[287], complica un poco la cuestión al limitar al presidente a dos, al CEO también a dos, consejeros no independientes, uno, e independientes, tres (además del propio de P&G). Abbvie simplemente señala «un número razonable». Bristol-Myers[288] y Capital One[289], lo remiten a la autorización caso por caso, eso sí, pidiendo que los consejeros sean «comedidos». Morgan Stanley[290] limita para todos a seis consejos en total. Y en U.S Steel[291], el CEO tres y el resto, seis (incluidos los respectivos). Algo parecido propone Sysco[292], ya que al CEO y otros consejeros ejecutivos los limita a dos; otros consejeros que trabajen a tiempo completo en una empresa, dos, y los que no lo hagan (o consejeros profesionales) cuatro. CVS Caremark[293] y John Deere[294],

[274] Véase nota 31.
[275] Véase notas 134 y 139.
[276] http://investorrelations.gd.com/phoenix.zhtml?c=85778&p=irol-govguidelines.
[277] Véase nota 90.
[278] Véase nota 38.
[279] http://investor.safeway.com/phoenix.zhtml?c=64607&p=irol-corpgov.
[280] http://www.snl.com/interactive/lookandfeel/4057219/Corporate-Governance-Guidelines.pdf.
[281] Véase nota 42.
[282] Véase nota 93.
[283] Véase nota 59.
[284] http://ir.tyson.com/investor-relations/corporate-governance/.
[285] Véase nota 170.
[286] Véase nota 113.
[287] Véase nota 211.
[288] Véase nota 130.
[289] http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=70667&p=irol-govGuidelines_pdf.
[290] Véase nota 157.
[291] Véase nota 23.
[292] http://investors.sysco.com/corporate-governance/default.aspx.
[293] http://investors.cvshealth.com/corporate-governance.aspx.

simplemente solicitan comunicar al consejo cada nuevo nombramiento, pero sin señalar límites. Para Met Life[295], todos tres. Honeywell International[296] limita al CEO a dos y al resto, seis. DirecTV[297], Dupont[298], y EMC[299] dicen que el consejo estudiará cada caso. Abbott[300], «*reasonable number*». Google[301] y Raytheon[302], el CEO tres y el resto, cinco. Podemos afirmar que existen todo tipo de combinaciones.

Finalizaremos este apartado con los denominados *interlocked boards*. Es el caso de un ejecutivo de la sociedad A, que es consejero de la sociedad B. Y un ejecutivo de esta última, que es consejero de A. Hay publicaciones que afirman que existen un 8 por ciento de consejos con esta relación. Cuando incluimos en la búsqueda a CEOS retirados y otros miembros de la alta dirección de las empresas, el porcentaje asciende hasta el 20 por ciento[303]. Distintos trabajos demuestran los efectos positivos de las *networks connections* entre empresas. En efecto, existe un estudio de Larcker, So y Wang[304] que determina que los consejos bien relacionados tienen «higher future stock price returns than companies whose boards are less connected».

Es curioso que incluso en los más resonados casos de concursos de acreedores de la reciente crisis financiera, los consejeros independientes de Lehman Brothers, Wachovia, Washington Mutual, Bear Stearns y AIG, fueron nombrados rápidamente consejeros de otras compañías[305]. Muchos de ellos son los denominados *professional directors*, personas cuyas carreras profesionales consisten exclusivamente en el desempeño del cargo de consejero en sociedades cotizadas. El ejemplo reciente que se cita en los Estados Unidos, es el de Vernon Jordan (ex asesor del presidente Clinton), quien fue consejero de doce grandes empresas simultáneamente[306].

---

[294] Véase nota 139.
[295] Véase nota 87.
[296] Véase nota 140.
[297] http://investor.directv.com/files/doc_downloads/documents/Corporate%20Governance%20Guidelines%20FINAL%2002-14-2014.pdf.
[298] http://investors.dupont.com/investor-relations/corporate-governance/governance-documents/default.aspx.
[299] Véase nota 156.
[300] Véase nota 91.
[301] Véase nota 137.
[302] http://investor.raytheon.com/phoenix.zhtml?c=84193&p=irol-govhighlights.
[303] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 154.
[304] David Larcker, Eric So y Charles Wang, «Boardroom centrality and stock returns», Rock Center for Corporate Governance at Stanford University. Working Paper nº. 84, Social Science Research Network. (2010). En Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 155.
[305] Suzanne Craig y Peter Lattman, «Companies may fail, but directors are in demand», *New York Times* (14 de septiembre de 2010), http://dealbook.nytimes.com/2010/09/14/companies-may-fail-but-directors-are-in-demand/?_php=true&_type=blogs&_r=0.
[306] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 102.

2.14 *ORIENTATION AND EDUCATION*

En lo referente a la directriz de «*orientation and education*»[307], la práctica nos muestra que de forma mayoritaria las empresas la implantan a través de tres estrategias diferentes[308]. En la primera, es la propia empresa la encargada de la puesta en marcha de los programas de orientación y educación, como es el caso de Home Depot[309], General Dynamics[310], Sears[311] o Sysco[312] señalándose en muchos casos de qué órgano o cargo depende la misma, como es el caso de Tech Data[313] que hace responsable al «*nomination & governance committee*»; Eli Lilly[314] que señala que es una responsabilidad del presidente aunque administrada por el secretario. La segunda, es en la que se subcontratan o remiten a cursos externos[315], determinándose en la mayoría de los casos que serán pagados total o parcialmente por la corporation, como es el caso de Chesapeake Energy[316], Dollar General[317], Dow Chemical[318], Unitedhealth Group[319] o Google[320]. Y en tercer lugar, cuando la sociedad simplemente dice que existe un manual o *orientation program* a disposición de los consejeros (Hewlett-Packard[321], Freeport-McMoran Cooper

[307] En nuestro Código de buen gobierno están recogidas en las recomendaciones 29, 30 y 31.

[308] Aunque casi dos tercios de la empresas no incorporan esta directriz a sus CGG, algunas de ellas lo hacen con todo lujo de detalles como es el caso de Oracle: «This orientation may include presentations by senior management to familiarize new directors with Oracle strategic plans, its significant financial, accounting and risk management issues, its compliance program, its code of ethic and business conduct, its principal officers, and its internal and independent auditors. In adition, the orientation will include visits to Oracle headquarters and, to the extend appropriate, other of Oracle´s significant facilities». Véase nota 83.

[309] Que exige que al menos cuatro veces al año los consejeros visiten una de sus tiendas y mantengan reuniones con el «*senior leadership team*». Véase nota 50.

[310] En los seis meses siguientes a su elección como consejero, deberá tener briefings con senior managers. Parecido a lo que exige Amerisourcebergen, al requerir que en el mismo plazo se reúna en la sede social durante un día completo, con los máximos responsables de la compañía. Notas 291 y 47, respectivamente.

[311] Obliga a realizar visitas periódicas por tiendas de todo el país (no dice cuantas) teniendo que informar al CEO y resto del consejo del resultado de sus visitas. http://www.searsholdings.com/govern/.

[312] La compañía tejana de restauración industrial, además de exigir visitas a la sede social, y al menos a una de las fábricas, exige ocho horas de formación cada dos años. Nota 307. Mientras que Occidental Petroleum solicita esas ocho horas cada año. Véase nota 53.

[313] Véase nota 243.

[314] Véase nota 30.

[315] Aunque también los hay que dan libertad para elegir una u otra fórmula, como es el caso de Halliburton que determina que cada consejero atenderá, al menos seis horas de programas de educación continua externa o interna al año. Teniendo que ser, al menos dos de estas horas, dedicadas a materias relacionadas con la salud, la seguridad y el medio ambiente. Nota 56.

[316] Que remite a sus consejeros a hacer cursos especializados en «train and educate public companies board members». Tambien la biofarmacéutica Abbvie señala los cursos organizados por la SEC y distintas universidades. Notas 181 y 86, respectivamente.

[317] En este caso se señala que la compañía pagará, como máximo, dos mil dólares del costo de los cursos. Véase nota 47.

[318] Sin embargo, la compañía de Michigan paga el importe completo de los cursos. Véase nota 90.

[319] Que como variante de las anteriores, establece que los cursos deberán buscárselos los consejeros entre la amplia oferta existente en el mercado de aquel país, pero que, en todo caso, el consejo tendrá que aprobar con carácter previo el desembolso. http://www.unitedhealthgroup.com/About/CorporateGovernance.aspx.

[320] Véase nota 137.

[321] http://h30261.www3.hp.com/governance/corporate-governance-guidelines.aspx.

& Gold[322] y Exelon[323]). También pueden ser combinados elementos de las tres, como es el caso de la industria aeroespacial militar Raytheon[324].

Sears[325] señala, «The CEO and the General Counsel shall provide an orientation program for Directors to enable them to carry out their responsibilities. Orientation will include, at a minimum, briefing sessions with corporate senior management regarding the company financials, strategic plans, and key policies. Orientation will also include store visits with senior management to familiarize Directors with basic merchandising and store operations». Avnet[326] distingue entre «*new director orientation*» con el objetivo de familiarizarles: «among other things with the Company´s business, strategic plans, significant financial, accounting and risk management issues, compliance programs, conflict policies, Code of Conduct and corporate governance. New directors meet with senior management and the Company´s independent auditors and have the opportunity to visit Company facilities. Sitting directors may also participate in any orientation programs», y los que no son nuevos, para los que establece el «*director continuing education*» que señala «each director is expected to maintain the necessary level of expertise to perform his or her responsabilities as a director. The Company may, from time to time, offer continuing education programs in conjunction with scheduled Board meetings to assist the directors in maintaining such level of expertise and to continue to develop director´s Knowledge of the Company and its operations. The Company encourages directors to attend continuing education programs, participate in professional associations and subscribe to appropriate publications and supports those efforts by reimbursing reasonable expenses».

En el caso de Baker Hughes[327] se propone un *director orientation and continuing education*: «the Governance and HS&E Committee will periodically review and recommend to the Board a director orientation program that includes an initial and continuing orientations providing the director with comprehensive information about the Company´s business, one-on-one meetings with senior management and other officers of

[322] Véase nota 195.
[323] http://www.exeloncorp.com/performance/governance/overview.aspx.
[324] Esta compañía señala en sus CGG, «Directors education program consists of three elements: periodic visits to company facilities, periodic education regarding the company´s code of conduct and other policies and practices… and participation in customized directors workshops and attendance at director education institutes». Esta última frase, es incorporada literalmente en los CGG de la también compañía de desarrollos aeroespaciales militares Lockheed Martin. Nota 317 y 154, respectivamente.
[325] Véase nota 162.
[326] Véase nota 170.
[327] Véase nota 123.

the Company, an overview of the Director Reference Manual and tours of the Company´s operations. The directors will be provided with continuing education materials covering upcomings seminars and conferences».

2.15 COMUNICACIÓN DEL CONSEJO CON TERCEROS

La siguiente referencia que aparece en los NYSE listing standards es la que persigue que la sociedad determine cuál es el órgano o persona encargada de gestionar la comunicación de la empresa con terceros. Aproximadamente la mitad de las sociedades lo incorporan a sus CGG, y además lo hacen de modo breve, ya que la mayoría de ellas, con una fórmula muy generalista, determinan que «*management speaks for the company*» o lo que es lo mismo, que solo la dirección (y no el consejo) es la autorizada para hablar y comunicar en nombre de la compañía[328]. Sobre esta regla tan amplia, se introducen pocas y limitadas variables. Es el caso de Safeway[329], J.P. Morgan Chase[330] o UPS[331], que concretan esta facultad indicando que la dirección será la responsable de las relaciones con los inversores institucionales, con la prensa y con los clientes. Amerisourcebergen[332] y Philips Morris International[333] además de facultar a la dirección, habilitan al presidente del consejo. La fabricante de maquinaria para realizar prospecciones petrolíferas, National Oilwell Varco[334], por el contrario solo autoriza al CEO; Morgan Stanley[335] diferencia entra la compañía (por la que hablará la dirección) y el consejo (que hablará a través de su presidente), Marathon Petroleum[336] asigna esta función al presidente del consejo y al CEO, e International Paper Company[337], solo al CEO.

También se exige el establecimiento de un procedimiento que permita a cualquier interesado comunicarse con el consejo. Solamente un tercio de las compañías examinadas lo cumple de modo expreso. A estos efectos las compañías incorporan en sus CGG diversas posibilidades. La mayoría establece un sistema a través del secretario del consejo, bien siendo él propiamente el receptor de las preguntas y comunicaciones, y encargándose de su gestión y contestación (DirecTV[338], Goodyear Tyre & Rubber Company[339], U.S

[328] Notas 147, 46 y http://investor.staples.com/phoenix.zhtml?c=96244&p=irol-govhighlights.
[329] Véase nota 279.
[330] Véase nota 24.
[331] http://www.investors.ups.com/phoenix.zhtml?c=62900&p=irol-govguidelines.
[332] Véase nota 32.
[333] http://www.pmi.com/eng/documents/Corporate_Governance_Guidelines.pdf.
[334] Véase nota 233.
[335] Véase nota 73.
[336] http://www.marathonpetroleum.com/Investor_Center/Corporate_Governance/.
[337] Véase nota 151.
[338] Véase nota 297.

Steel[340] o Kraft Foods[341]) o actuando simplemente como filtro o correa de transmisión hacia los miembros del consejo a los que vayan dirigidas, como es el caso de Qualmcomm[342], o Marathon Petroleum[343] que específicamente señala que en el sobre se tendrá que hacer constar como destinatario «*Board of directors* (*independent members*)». Otras recurren a procedimientos un poco más sofisticados como es el caso de la habilitación de una línea telefónica especial Kroger[344], una dirección de correo electrónico específica McKesson[345], que señala las direcciones leaddirector@mckesson.com y nonmanagementtdirectors@mckesson.com o Delta Airlines[346], a través del *lead director* en la sociedad de medios News Corp[347], del presidente del comité de auditoría, caso de la petroquímica P.B.F. Energy[348], o el más completo de CVS Caremark[349], que exige que en el *proxy statement* se haga constar expresamente la forma de comunicarse bien con el presidente, bien con los consejeros independientes. Pfizer[350] lo exige a través del CEO, y Safeway[351] a través del «*general counselor*»; directamente con los consejeros independientes, Tesoro Logistics[352], o a través de «*chief ethics and compliance officer*», como es el caso de Tech Data[353]. Finalmente, la aseguradora Anthem (antes Wellpoint)[354] establece un procedimiento de comunicación con los presidentes de los distintos comités del consejo, así como con los consejeros independientes.

2.16 FRECUENCIA Y ASISTENCIA A LAS REUNIONES

En esta materia lo cierto es que se da mucha libertad a las empresas, la mayoría de ellas señalan un número de reuniones mínimo, si bien —y según lo dispuesto en el derecho de sociedades de cada estado— quedará a la libre determinación del propio consejo y su presidente, el convocar cuantas estimen necesarias, para atender la correcta

[339] https://corporate.goodyear.com/documents/investors-documents-charters/corpgovguidelines.pdf.
[340] Véase nota 23.
[341] http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-3QV6OO/0x0x700190/9be816df-eedb-467c-bc83-3785e8f3626c/CorporateGovernanceGuidelines.pdf.
[342] Véase nota 259.
[343] Véase nota 336.
[344] Véase nota 215.
[345] Véase nota 160.
[346] Véase nota 59.
[347] Véase nota 214.
[348] http://investors.pbfenergy.com/sites/pbfenergy.investorhq.businesswire.com/files/doc_library/file/CORPORATE_GOVERNANCE_GUIDELINES_Rev__2015.pdf.
[349] Véase nota 293.
[350] Véase nota 129.
[351] Véase nota 36.
[352] http://www.tesorologistics.com/phoenix.zhtml?c=242247&p=irol-govHighlights.
[353] Véase nota 243.
[354] Véase nota 247.

administración y gestión de los negocios sociales. La mayoría de las corporations que regulan esta materia en sus CGG se limitan tal como hemos señalado, ha establecer un número mínimo: General Electric[355], ocho; General Dynamics[356], siete; McDonald´s[357], seis; Wall-Mart Stores[358], cinco; Home Depot[359], cuatro; Holly Frontier[360] en cambio simplemente alude a «*periodically*». La mayoría, cinco o seis al año. Como peculiaridades, la de Cisco[361] que señala cada dos meses pero con una duración de un día entero; SuperValue[362] que requiere cinco, si bien dos de ellas con una duración de al menos dos días para discutir el plan estratégico; Archer Daniels & Midlands[363], una vez al trimestre; Tech Data[364], una al cuatrimestre; Altria[365], seis veces al año pero señalando los meses (enero, febrero, mayo, agosto, octubre y diciembre); Prudential Financial[366], una horquilla entre seis y ocho; y Time Warner Cable[367], cinco, uno de ellos en el verano con el objetivo primordial de aprobar el plan estratégico, el plan de negocios y el presupuesto. Amerisourcebergen[368] establece que el primer lunes de cada mes, se realizará una videoconferencia con el CEO, el cual informará al resto del consejo de los principales acontecimientos ocurridos en el mes.

Algo parecido ocurre con el siguiente apartado «*attendance of meetings*» debido a que pocas de estas grandes compañías lo recoge expresamente en sus CGG. Podemos citar a National Oilwell Varco[369], que de forma llana y directa solicita la asistencia a las reuniones del consejo, y a las cenas que se celebran las noches anteriores a las reuniones: «directors are expected to attend and participate in person in each regularly schelude board meeting, as well as the dinner meeting held the evening before each regularly scheluded Board meeting»; Procter & Gamble[370], que determina que si no se atiende en un año, al menos el 75 por ciento de las reuniones del consejo y comités, el asunto será

[355] Véase nota 40.
[356] Véase nota 276.
[357] https://www.aboutmcdonalds.com/mcd/investors/corporate_governance/guidelines_and_policies/corporate_governance_principles.html.
[358] Véase nota 165.
[359] Véase nota 35.
[360] Véase nota 93.
[361] http://investor.cisco.com/investor-relations/governance/Highlights/default.aspx.
[362] Véase nota 164.
[363] Véase nota 265.
[364] Véase nota 209.
[365] Véase nota 135.
[366] http://www.prudential.com/documents/public/Corporate_Governance_Principles.pdf.
[367] Véase nota 31.
[368] Véase nota 32.
[369] Véase nota 233.
[370] Véase nota 211.

objeto de examen en el «*governance and public responsibility committee*» y AIG[371] indica: «any director who, for two consecutive calendar years, attended fewer than 75 % of the regular meetings of the board and the meetings of all committees of which such director is a voting member will not be nominated for reelection at the annual meeting in the next succeeding calendar year, absent special circumstances». Baker Hughes[372], eleva la posibilidad de ausencias injustificadas, hasta un sorprendente 44 por ciento, al señalar que no será reelegido el consejero que no asista al 66 por ciento de las reuniones. Por supuesto, la asistencia a las reuniones del consejo, se exige expresamente en la sección 303A.09, en el apartado «*directors responsibilities*», en donde se determina: «these responsibilities should clearly articulate what is expected from a director, including basic duties and responsibilities with respect to attendance at board meetings and advance review of meeting materials[373]».

2.17 *CHARITABLE GIVING'S AND POLITICAL CONTRIBUTIONS*

Es esta una materia, las donaciones a ONG o a partidos políticos, a la que los consejos están dedicando una especial atención estos últimos años. Como ya hemos mencionado, en los tres últimos ejercicios, las shareholders proposals relacionadas con estas materias, son las que han concitado una mayor atención, con lo que no es de extrañar que se haya colado una mención a las mismas en los CGG de algunas compañías. Desde el Bank of America[374], que simplemente anuncia que el consejo revisará anualmente estas políticas, hasta DirecTV[375], que exige informar al «*nominating and corporate governance comittee*» de cualquier donación realizada a una ONG con la que cualquier consejero tenga algún tipo de relación. Lo cierto es que (y a pesar de la famosa sentencia Citizens United contra Federal Election Commission[376], en la que se autoriza a las compañías a realizar donaciones a partidos y campañas políticas), los accionistas activistas son bastante beligerantes con este tema y lo que pretenden, cuando menos, es que la sociedad sea transparente y todos conozcan el importe y los destinatarios de cualquier contribución.

2.18 AGENDA

[371] Véase nota 34.
[372] Véase nota 123.
[373] Estas materias están tratadas en nuestro Código de buen gobierno en sus recomendaciones 26 y 27.
[374] Véase nota 267.
[375] Véase nota 297.
[376] http://www.law.cornell.edu/supct/html/08-205.ZS.html.

Respecto a la agenda de los consejos, debemos hacer constar con carácter previo que al no ser uno de los temas exigidos por los NYSE listing standards, son pocas las empresas que los incorporan a sus documentos[377]. Por supuesto, aquellas que lo hacen, y en sintonía con lo que determinan la inmensa mayoría de las corporate laws de los Estados federados, admiten que cualquier consejero pueda solicitar la inclusión de un determinado asunto en el orden del día de la reunión[378]. Como peculiaridades, señalar que los CGG de Bristol-Meyers Squibb[379] establecen que la agenda anual del consejo se confeccionará entre el *lead independent director*, el *chairman,* y los chairmen de los diferentes comités; o Manpower[380], que impone que en la reunión ejecutiva (y por lo tanto, sin presencia del management de la corporation) que se celebra después de cada consejo, se fijará la agenda para la siguiente reunión; Community Heath System[381] adelanta al mes de diciembre la aprobación de la agenda y las fechas para los consejos del año siguiente. AES Corporation[382] regula esta materia bajo el enunciado: «*Board of directors master agenda*», en la que al principio del año se fijarán las fechas y las materias que se tratarán en cada reunión, sin perjuicio de la facultad de cualquier consejero y del presidente (por supuesto) de solicitar la inclusión de un asunto determinado para cualquiera de las reuniones ya fijadas, o incluso de solicitar la convocatoria de una reunión no programada. Lo mismo sucede en 3M[383]: «at the first Board meeting of each year, the Chairman/CEO, in consultation with the lead director, will propose for the Board´s approval agenda items to be discussed during the course of the year». En igual sentido, American Airlines Group[384]: «the agenda, together with written or electronic materials (when possible) on matters to be presented for consideration, for each Board and committee meeting is normally provided to Directors at least five days in advance of the meeting».

Aunque indirectamente relacionado con este tema, son pocas las sociedades que como elemento de la agenda anual, mencionan el *strategic plan review*. De hecho, solo hemos encontrado dos que directamente regulen esta materia. Son la farmacéutica de

[377] En nuestro Código de buen gobierno se hace referencia a ellas en las recomendaciones 26 y 31.
[378] Por lo tanto y aunque no sería necesaria su inclusión en estos documentos sociales, un importante número de empresas lo mencionan expresamente: Berkshire Hathaway, Centuty Link. Notas 59 y 128 respectivamente.
[379] Véase nota 130.
[380] Véase nota 252.
[381] Véase nota 197.
[382] Véase nota 248.
[383] Véase en http://investors.3m.com/files/doc_downloads/gov_docs/Corporate-Governance-Guidelines-Bd02032015.pdf.
[384] Véase nota 154.

Indiana Eli Lilly[385] (que señala que un consejo al año deberá ser dedicado con carácter monográfico a esta materia); y Kraft Foods[386] que exige dedicarle «several days each year».

2.19 *ACCESS TO MANAGEMENT AND INDEPENDENT ADVISORS*

El denominado «*access to management and independent advisors*» está expresamente previsto en los NYSE listing standars, y por supuesto, todas las compañías permiten que sus consejeros puedan acudir a expertos externos (sobre cualquier materia que tenga —lógicamente— alguna relación con los negocios sociales)[387]. No obstante, en casi todas ellas se solicita que se informe al CEO, bien con antelación[388], como es el caso de la compañía de Tennessee International Paper Company, que en sus CGG señala: «board members have complete access to company management, but it is expected that absent unusual circumstances or as contemplated by the committee charters, they will advise the chairman or the secretary in advance of the subject matter of any specific inquiring which relates to the business operations of the company». Bien con posterioridad a la consulta o encargo realizado[389], como Unitedhealth Group, que exige su comunicación al CEO; Valero Energy, al presidente y al secretario, o incluso que el contacto se realice a través del CEO[390], como ocurre en Comcast. Tyson Foods además exige que el CEO tenga copia de toda comunicación con el management o expertos externos.

2.20 *MANAGEMENT SUCESSION*

La elección y la sucesión ordenada del CEO y de la alta dirección de la compañía, es una de las cuestiones a las que, en buena lógica, debería otorgársele una mayor importancia en las CGG de las sociedades cotizadas. En este sentido los de Alcoa[391], que sintetizan lo expuesto por todas las demás de forma muy similar, señalan que:

> *The paramount duty of the Board of Directors is to select a Chief Executive Officer and to averse the chief Executive Officer and other senior management in the competent and ethical operation of the company…the board should periodically monitor and review the development and progression of potential internal candidates against these standards. Advance planning for contingencies such*

[385] Véase nota 30.
[386] Véase nota 341.
[387] Recomendación 29 de nuestro Código de buen gobierno.
[388] http://www.internationalpaper.com/US/EN/Company/Governance/.
[389] Unitedhealth Group y Valero Energy.Véase en notas 334 y 97 respectivamente.
[390] http://www.cmcsa.com/governance.cfm y nota 284, respectivamente.
[391] Véase nota 134.

as the departure, death or disability of the Chief Executive Officer or other top executives is necessary so that, in the event of an untimely vacancy, the company has in place an emergency succession plan to facilitate the transition to both interim and longer-term leadership.

Pero no obstante la importancia de esta sucesión, nos sorprende que suele ser tratada de forma bastante breve y concisa. Valga como ejemplo lo que disponen los CGG de American Airlines Group: «the Compensation Committee, in consultation with the Chairman and the Chief Executive Officer, has the primary responsibility for the development and periodic review of a succession plan[392]» ; o el de Amerisourcebergen: «the Board shall approve and maintain a succession plan for the CEO and senior executives, based upon recommendations from the Compensation and Succession Planning Committee. The Board also maintains and emergency succession plan that is review periodically[393]».

2.21 PROPUESTAS DE CANDIDATOS A CONSEJEROS

Las normas del NYSE recogen la posibilidad de que los accionistas puedan participar en el proceso de selección de consejeros, normalmente proponiendo candidatos al «*Nominating and Governance Committee*», como es el caso de American International Group[394]. Podemos decir que de las compañías estudiadas, solo sesenta y cuatro hacen referencia a este aspecto en sus CGG. Y lo hacen de diversas formas: General Mills[395] prevé que la propuesta se haga a través del secretario del consejo; deberá contener el nombre del candidato, el número de acciones de las que es titular en la compañía, el curriculum vitae, y en su caso, cualquier tipo de acuerdo de colaboración que exista entre el proponente, el candidato y cualquier otro accionista de la compañía. En este caso, los CGG determinan que la evaluación de los candidatos propuestos por los accionistas, se realizará de la misma forma que los propuestos por los consejeros. Ford Motor Co. también lo canaliza a través del secretario: «shareholders may propose nominee…for consideration by the Nominating and Governance Committee of the Board by submitting the names, qualifications, and other supporting information to: Secretary, Ford Motor Company, One American Road, Dearborn, MI 48126»[396]. La farmacéutica Bristol Myers[397] señala «non-employee directors should be

[392] Véase nota 154.
[393] Véase nota 32.
[394] Véase nota 34
[395] Véase nota 253.
[396] Véase nota 200.
[397] Véase nota 130.

persons with broad experience in areas important to the operation of the Company such as business, science, medicine, finance/accounting, law, business strategy, crisis management, corporate governance, education or government and should possess qualities reflecting integrity, independence, leadership, good business judgment, wisdom, an inquiring mind, vision, a proven record of accomplishment and an ability to work with others. The Board believes that its membership should continue to reflect a diversity of gender, race and ethnicity». Goldman Sachs[398], también exige evaluar de la misma forma a los candidatos propuestos por los accionistas y a los propuestos por el comité: «the Governance Committee shall give appropriate consideration to candidates for Board membership nominated by shareholders in accordance with the Company's by-laws, and shall evaluate such candidates in the same manner as other candidates identified to the Committee. The Committee may use outside consultants to assist in identifying candidates. Members of the Governance Committee shall discuss and evaluate possible candidates in detail prior to recommending them to the Board». Apple Computer, de forma breve también dispone: «the Nominating and Corporate Governance Committee will be responsible for considering shareholder proposals with respect to director nominations[399]». Arrow Electronics establece: «the Corporate Governance Committee is also responsible for reviewing candidates submitted by shareholders for consideration. Such candidates are evaluated by the Corporate Governance Committee in the same manner as other possible candidates»[400]. El fabricante de equipos para la industria del gas y del petróleo, Baker Hughes[401], desarrolla detalladamente un procedimiento escrito que incorporamos como Anexo número 5 de la Tesis.

En el caso de la compañía de Alaska, Safeway[402], en el epígrafe 27 de sus CGG, también se recoge la posibilidad de que aquellos accionistas que sean titulares de más de un 1 por ciento del capital social durante un período de tiempo superior a seis meses, puedan proponer un candidato al comité de nombramientos y gobierno corporativo. En este caso, la evaluación de este candidato se realizará siguiendo los mismos parámetros que si hubiese sido propuesto por el comité. Halliburton[403], en el mismo caso, regula que los datos del candidato sean comunicados al secretario, el cual concertará una entrevista

[398] http://www.goldmansachs.com/investor-relations/corporate-governance/.
[399] Véase nota 86.
[400] Véase nota 26.
[401] Véase nota 123.
[402] Véase nota 36.
[403] Véase nota 41.

entre el mismo y el comité encargado de los nombramientos. Este comité tiene libertad absoluta para rechazar o proponer al aspirante. Qualcomm[404] distingue en sus CGG entre el procedimiento de propuesta de candidatos de cualquier accionista, y el que se activa cuando el proponente es titular del 1 por ciento del capital social durante al menos un año. En este segundo supuesto, el procedimiento seguido es el utilizado para candidatos propuestos por el consejo.

Estos procedimientos tienen un objetivo distinto a la posibilidad expuesta en el capítulo anterior que, recordemos, se refería a la solicitud de un accionista de incluir en el orden del día un candidato alternativo a los del consejo. En aquel caso, la competencia normativa recaía sobre el corporate law. Mientras que en el supuesto comentado en este epígrafe, se trata de presentar un candidato al consejo, para que este lo haga suyo, y lo incorpore a su propia lista que, en todo caso deberá ser aprobada por la junta. Está regulado por los CGG de cada una de las sociedades[405].

3. PROXY ADVISORY FIRMS

Creemos que es el lugar adecuado para situar, por fin, el comentario a las proxy advisory firms. Son estas sociedades con ánimo de lucro, que ofrecen una amplia gama de servicios. Desde el de asistir y orientar a los accionistas (sobre todo inversores institucionales) a la hora de tomar sus decisiones de voto[406], estableciendo directrices concretas o políticas generales[407]; hasta ofrecer asesoramiento para mejorar el Gobierno Corporativo de una empresa. En muchas ocasiones también colaboran en los aspectos administrativos del ejercicio del voto, tal y como pueden ser la preparación de las listas de accionistas en el «record date», la solicitud del voto en favor de quien contrate sus

[404] Véase nota 259.
[405] En nuestro Código de buen gobierno esto está posibilidad no está directamente recogida. Solo de forma indirecta, a través de las recomendaciones 4 y 49.
[406] Stephen Choi et al., «Directors election and the role of proxy advisors», *South California Law Review* 82 (2009): 649.
[407] Véanse las políticas generales y particulares de voto, en función de los distintos países, incluso atendiendo a otros objetivos como son los Fondos SRI o lo que denominan «*Catholic Faith Based Guidelines*». Institutional Shareholder Services, http://www.issgovernance.com/policy/2014/policy_information.

servicios, o incluso coordinar las estrategias y sentido del voto de varios inversores institucionales. Todo ello, por supuesto, contra el pago de una nada despreciable suma[408].

Aunque este tipo de empresas han estado en el mercado desde 1985, su influencia creció dramáticamente desde que, en 1988 el Department of Labor (DOL) en contestación a una pregunta[409], realizó una interpretación de algunos artículos de la ERISA (secciones 402, 403, 404 y 405) que obligó a los fondos de pensiones a fundamentar y razonar la orientación de su voto en las juntas de las compañías en las que habían invertido. Además la SEC, en 2003, publicó una serie de «*Regulations*[410]» en las que exigía a las investment companies, y a las investment advisers companies, implementar políticas claras de voto, así como publicar el sentido de los votos emitidos en cada compañía de forma anual. Con este motivo, los II.II., y con el objetivo de salvar su responsabilidad, subcontrataron los servicios de estas proxy advisory firms[411].

En esquema, la relación contractual es la siguiente: yo (II.II.) dado que tengo una obligación legal de votar y fundamentar el sentido de los votos emitidos, pero que no tengo, ni los recursos humanos, ni técnicos, para analizar las juntas de miles de compañías; te contrato a ti (proxy advisor) para que contra el pago de un precio, me digas como tengo que votar en cada junta, ya que supuestamente tú si tienen los medios para analizar los órdenes del día de cada una de ellas. Y de esta manera, cumplo con la obligación que se me había impuesto. Aunque quizás con buen criterio, el DOL pretendió que los II.II. realizaran una labor de discernimiento profesional e independiente a la hora de emitir su voto, lo cierto es que en la práctica lo único que se logró fue la incorporación de un tercero en la cadena de toma de decisiones sobre el voto, que no ha hecho sino encarecer y alejar el centro de decisión último del accionista real o beneficial owner.

Las empresas más importantes son RiskMetric Group/ISS[412], con más de 1700 clientes y con recomendaciones dadas para más de 37.000 juntas generales[413] en todo el planeta. Le siguen Glass Lewis and Company y Egan Jones Proxy Services.

---

[408] Véase Paul Rose, «The corporate governance industry», *The Journal of Corporation Law* (summer 2007): 886; Cindy R. Alexander, et al., «The role of advisory services in proxy voting», NBER Working Paper No. 15143, julio de 2009. http://www.nber.org/papers/w15143.

[409] La denominada «Avon Letter» por remitirla el presidente de Avon Products, Inc. En la contestación, el Departament of Labour, afirma que entre las obligaciones fiduciarias de los responsables de los fondos estaba las de votar en las juntas de las compañías en las que los fondos hubiesen invertido. Corporate Governance Net: http://www.corpgov.net/2014/05/fiduciary-duty-announce-votes-part-2-historical-background/.

[410] Las expondremos con detalle en el capítulo v de esta Tesis.

[411] Bainbridge, *Corporate law*, 255.

[412] Stephen Choi, Jill Fisch y Marcel Kahan, «How powerful is ISS? Less—and in different ways—than most people think», *The Corporate Governance Advisor* 19, nº 6 (2011): 7.

La actividad de estas compañías ha sido muy criticada desde perspectivas distintas[414]. La primera de ellas en el sentido de que las mismas no disponen de los medios necesarios para poder estudiar las propuestas de acuerdos en tantas juntas, de naturaleza tan distinta, y en jurisdicciones tan diversas. La segunda es la cada vez mayor importancia que las mismas están adquiriendo en el mercado (en donde hay estudios que señalan que influyen directamente en casi un 30 por ciento de los votos emitidos, aunque otros reducen este porcentaje[415]), sin que asuman ninguna responsabilidad con respecto a la recomendación que dan (que venden, deberíamos decir). Y el tercero, que en muchas ocasiones incurren en conflictos de intereses, ya que asesoran el sentido del voto a II.II en sociedades que a su vez también son clientes del proxy advisor, pero por otro servicio ofrecido por este. En concreto, el de asesorarles en mejorar su sistema de gobierno corporativo. Todo ello ha hecho que la SEC se esté replanteando la posible ordenación del sector tal y como demuestra la convocatoria de una mesa redonda organizada por la misma Comisión sobre el papel de los proxy advisors el 27 de noviembre de 2013[416]; de su lectura podemos deducir que muy probablemente la SEC está preparando la regulación de las mismas.

En cuanto a la verdadera influencia de estos, la doctrina más relevante en esta materia[417], afirma que de su análisis se desprende con claridad que los proxy advisors aportan valor a sus clientes. Pero también les achaca la falta de homogeneidad en la argumentación de importantes decisiones. Así es, difieren significativamente unos de otros en sus recomendaciones sobre el por qué votar en contra de determinados acuerdos; los factores en los que basan sus recomendaciones; el peso específico asignado a cada uno de esos factores; y sus recomendaciones de votar en contra de personas nominadas para un número considerable de consejos. Esta heterogeneidad hace surgir la cuestión inicial de hasta qué punto los II.II. que contratan los servicios de estos asesores, están enterados

---

[413] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 401.

[414] ISS fue vendida, por aproximadamente 550 millones de dólares en 2006, y que —lógicamente— sus nuevos propietarios la están sometiendo a presión para que genere beneficios. «Like any other industry, the corporate governance advisers are under pressure to create new «products» and re-tool existing ones, thus creating an ever changing of new «best practices» and controversies that become the subject of actual or threatened proxy campaigns». Martin Lipton y Paul K. Rowe, «The inconvenient truth of corporate governance: some thoughts on vice-chancellors Strine essay», *The Journal of Corporation Law* 33 (2007): 68.

[415] Stephen Choi, «The power of proxy advisors: myth or reality», *Emory Law Journal* 59 (2010): 870.

[416] SEC, http://www.sec.gov/spotlight/proxy-advisory-services.shtml; así como el discurso del miembro de la misma, Luis Aguilar: «*Looking at proxy advisory firms from the investor's perspective*», http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370540448580.).

[417] Stephen Choi, Jill E. Fisch, y Marcel Kahan, «Director elections and the role of proxy advisors», *Southern California Law Review* 82 (2009): 649.

de los factores que cada proxy advisor valora en sus recomendaciones. Quizás el hecho de que diferentes proxy advisors utililicen distintas metodologías para preparar las recomendaciones, sugiere que los II.II. no percibirán con exactitud la información tenida en cuenta (utilizada) para determinar el sentido de una recomendación. Y esto puede llevar a los II.II. a seguir ciegamente la recomendación de un proxy advisor, incluso cuando este construida sobre datos a los que, quizás estos inversores no den ninguna importancia.

Como otro servicio de estos Proxy Advisors, están los denominados Commercial Corporate Governance Ratings. Estos son ratings que miden la forma en la que una compañía cumple con las recomendaciones y mejores prácticas de gobierno corporativo. Existen dos grandes firmas que los proveen. RiskMetrics/ISS(filial de Institutional Shareholder Service) y Governance Metrics International (GMI) (que absorbió en 2010 a la tercera en liza, The Corporate Library). La primera de ellas ha desarrollado un rating al que denomina Corporate Governance Quotien. Está dirigido a las sociedades cotizadas en los Estados Unidos. Analiza sesenta y cinco variables que se incluyen en ocho grandes categorías. Según el grado de cumplimiento con cada una de ellas, se les da una puntuación que va de 0 a 100. Este sistema fue sustituido en 2010 por uno nuevo al que han denominado Governance Risk Indicators[418]. Este sistema analiza ciento sesenta y seis diferentes «*inputs*» en cuatro áreas o subsecciones: auditoría, estructura del consejo, derechos de los accionistas y retribuciones. Governance Metrics International[419], por el contrario, evalúa seiscientas diferentes acciones de las sociedades que, a su vez engloba en seis categorías más amplias: responsabilidad del consejo, información financiera y controles internos, derechos de los accionistas, retribuciones, mercado de control de empresas y comportamiento corporativo[420].

Aunque ambas utilizan metodología distinta, en su publicidad afirman que sus «ratings» tienen capacidad predictiva, y que por tanto bajos ratings[421], anticipan

[418] Institutional Shareholders Services, http://www.issgovernance.com/files/GRId2.0_TechnicalDocument20120306.pdf.

[419] Governance Metrics International, http://www3.gmiratings.com/home/our-products/gmi-compliance/.

[420] Véase Lucian Benchuk, Alma Cohen y Allen Ferrell, «What matters in corporate governance?», *The Review of financial studies* 22 (2009): 783, en el que analizan las diferentes variables contenidas en estos ratings, así como la importancia que se les da a unas y otras.

[421]

> *As a consequence, we conclude that governance indices are highly imperfect instruments for determining how to vote corporate proxies, let alone for making portfolio investment decisions, and that investors and policymakers should exercise caution in attempting to draw inferences regarding a firm's quality or future stock market performance from its ranking on any particular corporate governance measure. Most important, because there is considerable variation in the relation*

problemas para las sociedades así calificadas[422]. En efecto, de la diferente metodología seguida por cada una de ellas, así como de los disímiles sistemas de gobierno corporativo examinados (diversos países con sistemas legales no comparables, y empresas de muy distinta dimensión y sector económico) no parece plausible que se puedan demostrar «that its ratings are correlated with outcomes that investors care about, such as operating performance, stockprice performance, and the avoidance of bankrupcy, accounting restatements, and litigation[423]». Larcker y Tayan citan los estudios de Spellman y Watson (2009), Quantitative Services Group (2010), y Daines, Gow y Larcker (2010), para concluir que de los mismos no puede deducirse que por el rating de las compañías calificadas pueda predecirse la evolución económica y accionarial de las mismas, por lo que citando a este último estudio concluyen, «these results suggests that boards of directors should not implement governance changes solely for the purpose of increasing their ranking», para confirmar posteriormente que "Without a demostrated link between a change in governance score and shareholder or stakeholder value, it does not make economic sense for an organization to make structural changes to improve its rating[424]». En el mismo sentido Bhagat, Bolton y Romano[425] afirman «as a consequence, we conclude that governance indices are highly imperfect instruments for determining how to vote corporate proxies, let alone for making portfolio investment decisions, and that investors and policymakers should exercise caution in attempting to draw inferences regarding a firm's quality or future stock market performance from its ranking on any particular corporate governance measure. Most important, because there is considerable variation in the relation between indices and measures of corporate performance, our analysis suggests that corporate governance is an area where a regulatory regime of ample, flexible variation across firms that eschews governance mandates is particularly desirable».

---

between indices and measures of corporate performance, our analysis suggests that corporate governance is an area where a regulatory regime of ample, flexible variation across firms that eschews governance mandates is particularly desirable».

Sanjai Bhagat, Brian Bolton y Roberta Romano, «The promise and peril of corporate governance indices», *Columbia Law Review* 108 (2008): 1803;

Kenneth Lehn, Sukesh Patro y Mengxin Zhao, «Governance indexes and valuation: which causes which? », *Journal of Corporate Finance* 13 (2007).

[422] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 442.

[423] Ibíd., 444.

[424] Ibíd., 447.

[425] Bhagat, Bolton y Romano, «The promise and peril of corporate governance indices»:1803.

4. ¿EXISTE RELACIÓN ENTRE EL GOBIERNO CORPORATIVO DE UNA EMPRESA COTIZADA Y SU VALOR EN BOLSA?

¿Existe alguna fórmula, medio o sistema para conocer si unas prácticas dadas de gobierno corporativo tienen un reflejo real en el valor presente o futuro de una sociedad? Y aún más ¿es posible saber cuando un determinado código, sistema o recomendaciones de gobierno corporativo son mejores que otras?

Antes de entrar en estas preguntas, es interesante realizar, tal y como hace Múgica[426], la siguiente distinción: el gobierno corporativo «¿Es un activo intangible que produce una mayor estima o aprecio en los inversores, de forma que estos estarían dispuestos a pagar más por la acción de una compañía que respeta los principios de gobierno corporativo?» y «¿son los principios de gobierno corporativo fuente de generación de riqueza o beneficio adicional, pues la mejor administración se traslada a la cuenta de resultados?» Contestando desde esta segunda perspectiva, Becht, Bolton y Roel[427] nos indican que, tras analizar decenas de estudios, ni la actividad de los accionistas, ni la composición del consejo, ni las prácticas remuneratorias, tienen efecto alguno en la valoración de la sociedad[428]. En el mismo sentido, Durisin y Puzone, confirman esta apreciación aunque limitando el análisis de su estudio al consejo: «Overall, no prevailing influence of board characteristics on firm performance has so far been stablished». Por el contrario, Tricker, con muchos menos argumentos[429] y convicción, nos dice que sí que existe esa relación.

Cuestión distinta, es la primera parte de la reflexión del profesor Múgica, que "cifra" la relación en una mayor empatía de los inversores para con las sociedades que, al menos anuncian, un estricto cumplimiento de los Códigos de Buen

[426] Ramón Múgica Alcorta, «Desde el gobierno corporativo a la responsabilidad de los administradores», *Estudios de Deusto* 5, 2. (2009): 211.

[427] Marco Becht, Patrick Bolton y Ailsa Roel, «Corporate governance and control», *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper N°. 02 (2002):57-60.

[428] «Many studies link measures of corporate governance with firm operating and stock price performance. Perhaps the most widely cited study was done by Gompers, Ishii, and Metrick (2003). They found that companies that employ "shareholder friendly" governance features significantly outperform companies that employ "shareholder unfriendly" governance features. This is an important research study but…this results are not completely definitive. Currently, researches have not produced a reliable litmus test that measures overall governance quality». Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 15.

[429] Bob Tricker, *Corporate governance. Principles, policies and practices* (Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2009), 221. «Serious scholarship has been able to demonstrate some linkages between company performance and various attributes of governance, such as the use of independent outside directors, board structure and size, or audit committee activities. However to be said that so far the evidence is weak and most conclusions inconclusive, apart from the ABI study to be described shortly». Seguidamente cita un estudio realizado por la asociación de aseguradores ingleses en el que —dice Tricker— se demuestra esta relación en el caso de sociedades inglesas.

Gobierno[430]. Y esta mayor empatía, la volvemos a desdoblar nosotros, en dos aspectos distintos: uno el puramente emocional – en el sentido de tener una mayor proximidad con aquellos que hacen las cosas como creemos que hay que hacerlas, aunque cuesten más –; y otro más material o profesional, que es el que hace referencia a la menor responsabilidad de un gestor, frente a una inversión fallida, cuando la misma se realiza en una sociedad que cumpla con los estándares generalmente admitidos de Gobierno Corporativo, frente a la que hubiera tenido de no haber cumplido. En ambos casos está justificada la apuesta por una sociedad con altos estándares de corporate governance.

Contestando a la segunda de las preguntas formuladas inicialmente, es decir ¿Es comparable una determinada política de Gobierno Corporativo con otra? Nos remitimos a lo ya dicho en el anterior epígrafe sobre las Commercial Corporate Governance Ratings.

En resumen, entendemos que empíricamente no se ha podido determinar que a mayor cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno exista un mayor valor para el accionista. Si creemos, por el contrario, que el citado cumplimiento genera una mayor o mejor empatía de todos los stakeholders con la sociedad, por lo que de alguna forma —hasta ahora no mesurable— le otorga alguna ventaja competitiva respecto a las que no cumplen.

No obstante, es necesario preguntarnos si, efectivamente, todo este ingente trabajo doctrinal materializado en normas, CGG, recomendaciones, principios, y prácticas que como hemos visto, han sido publicadas en todos los rincones del planeta, ha tenido el efecto esperado o, si por el contrario, todo el esfuerzo realizado ha resultado desproporcionado, en cierta forma baldío, a la vista de los acontecimientos ocurridos desde el inicio de esta centuria. El desolador panorama, del que podríamos resaltar tanto las ignominiosas quiebras del principio del siglo XXI en EEUU (siete de los doce más grandes colapsos financieros de ese país, se produjeron en el año 2002[431]), así como la «clepto-crisis» financiera de los años 2008 y 2009; ha llevando, incluso a parte de la

[430] En este sentido. sí que existen estudios que indican que, preguntados, un 80 por ciento de los inversores institucionales contestan (solo contestan, no acreditan) que estarían dispuestos a pagar un premium por una sociedad que se hubiese dotado de un razonable sistema de gobierno corporativo. Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 14.

[431] Robert A.G. Monks y Nell Minow, «Corporate governance», preface xxi.

doctrina, a preguntarse si no existirán grupos de interés conspirando para mantener el CG de las sociedades cotizadas en un grado de «inefectividad» razonable[432].

No creemos que sea así. Pero lo que no debemos admitir es que el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, tanto en los Estados Unidos como en cualquier otro lugar del planeta, acabe siendo un fin en sí mismo. Las distintas piezas necesarias para su funcionamiento no pueden ir creando necesidades y (supuestamente) detectando insuficiencias, allí donde no hay más que meras infracciones humanas (de tan fácil brote en las relaciones de agencia) que deberían ser atajadas por otros cauces.

[432] «Do political and economic forces move CG towards greater efficienty or alternatively, do powerful interest groups, such as the management in the US or the banks in Germany, preserve inefficient governance systems?». Andrei Shleifer A. y Robert W. Vishny, «A survey of corporate governance», *Journal of finance* 52 (2010): 771.

V.- LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y LOS CONFLICTOS DE AGENCIA DEL CAPITALISMO

1. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

En este último capítulo centraremos nuestro análisis en los que son, a día de hoy, los verdaderos actores en el gran teatro del gobierno corporativo en los Estados Unidos. Nos referimos, por supuesto, a los inversores institucionales[1] (en adelante II.II). Comenzaremos la exposición con un acercamiento a su régimen jurídico, para proseguir con una elemental clasificación de los mismos. Continuaremos con un breve comentario sobre el conglomerado de empresas y personas con las que —debido a su peculiar estructura jurídico-económica— necesariamente habrán de colaborar para lograr el cumplimiento de su objeto social. Una vez centrada la figura, procederemos a explicar el sinfín de conflictos de intereses en los que *ad intra* y *ad extra*, incurren sus gestores. Finalizaremos con las consecuencias y crítica que conlleva la actual situación.

1.1. CONSIDERACIONES PREVIAS

Es doctrinalmente pacífico que la diversidad de sociedades, instituciones, fondos y fundaciones que se engloban bajo esta denominación, han pasado a ser los nuevos árbitros del gobierno corporativo de las grandes compañías cotizadas, no sólo en los Estados Unidos, sino a nivel mundial[2]. Podemos afirmar, sin ningún género de duda, que han venido a sustituir al pequeño, indefenso y tradicional accionista en beneficio del cual se elaboraron, tanto la formulación teórica que sustentó los primeros trabajos sobre el

[1] Para el prestigioso Committee for Economic Development (CED) de la Yale School of Management, en su trabajo de octubre de 2011, titulado «Are institutional investors part of the problem or part of the solution?», 2; el estudio de los problemas más importantes de los II. II (es decir, si realmente defienden los intereses de los ahorradores que en ellos invierten; si su actuación es cortoplacista ; y si realizan una labor de control de las compañías en las que invierten) requieren un análisis en mucha mayor profundidad que el realizado hasta ahora. Véase https://www.ced.org/reports/single/are-institutional-investors-part-of-the-problem-or-part-of-the-solution.

[2] Serdar Çelik y Mats Isaksonn, «Institutional investors as owners. Who are they and what they do?» OECD, *Corporate Governance Working Papers*, Nº 11, (2013): 3. http://dx.doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en.

gobierno corporativo en el primer cuarto del siglo XX; como las leyes de sociedades de la mayoría de los Estados de la Unión. Desde entonces, estas premisas han servido de base sobre la que se ha construido el actual sistema de corporate governance. La irrupción de esta nueva realidad ha producido un desfase de tal magnitud, que afecta tanto al correcto ejercicio de los derechos tradicionalmente atribuidos a los accionistas, como al desarrollo económico mundial[3].

En efecto, el valor de las acciones gestionadas por los II.II en los Estados Unidos se ha incrementado de forma sostenida durante los últimos sesenta años[4]. Han pasado de representar el 7 o el 8 por ciento del capital de las empresas cotizadas en los años cincuenta; hasta el 67 por ciento en 2010. Este valor, es aún mayor en la grandes sociedades, ya que en 2009, los II.II tenían el 73 por ciento de las mil mayores empresas de los Estados Unidos[5]. No obstante, y tal y como avisan Çelik e Isaksonn, la exactitud de estos datos es algo difícil de comprobar debido a las complejas cadenas de inversión construidas por estos inversores, que generan un evidente riesgo de doble contabilización[6].

Este cambio de la propiedad atomizada sobre la que trabajaron Berle y Means, a la actual «*reconcentration of ownership*» o «*aggregation*[7]», es un hecho que ha tratado de

[3] Pavlos E. Masouros, *Corporate law and economic stagnation. How shareholder value and short-termism contribute to the decline of the western economies* (The Hague: Eleven. International Publishing, 2013).

[4] Porcentaje que los II.II tienen en el mercado total de acciones en los Estados Unidos: *Pension Funds*, 20,7 por ciento (de los cuales un 13,1 son privados y un 7,5 públicos); *Mutual Funds* un 20,9 por ciento, *Insurance companies* un 7,3 por ciento, y *Foundations* un 1,6 por ciento. Total un 50,6 por ciento. Y así mismo, existían en 2009 más de 700.000 pension funds, 8.600 mutual funds, 7.900 compañías de seguros, 6.800 hedge funds y 2.200 fondos de fondos. CED, «Are institutional investors part of the problem», 8.

[5] http://www.conference-board.org/publications/publicationdetail.cfm?publicationid=1872; https://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515808, datos ofrecidos por uno de los cinco comisionados de la SEC, Luis A. Aguilar, en la conferencia dada en la Georgia State University, el 19 de abril de 2013, bajo el título «Institutional investors: power and responsability»; Serdar Çelik y Mats Isaksonn, *The role of institutional investors in promoting good corporate governance* (Paris: OECD publishing, 2011), 26-7. Aunque son datos referidos al conjunto de la OCDE, se deduce que fue realmente a partir de la década de los noventa cuando se disparó la inversión en bolsa a través de estos. Década en la que casualmente, se reactivó la SHWM y la presión doctrinal y mediática a favor de estos.

[6] En concreto señalan «We must also raise concerns about the accuracy of estimations in the data that are actually available. An important reason behind this concern is an increasingly complex investment chain where institutional investors often invest in instruments offered by other institutional investors. Pension funds may, for instance, invest in private equity funds and insurance companies may buy into mutual funds. At the aggregate level, the result may be a certain degree of double counting». Çelik e Isaksonn, «Institutional investors as owners. Who are they and what do they do?», 8.

[7] Ronald J. Gilson y Jeffrey N. Gordon, «The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights», *Columbia Law Review* 113 (2013): 865; la califican como «*reconcentration*», mientras que John Bogle en «*The clash of the cultures*», 30, como «*doble agency society*»; y Leo S. Strine «Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance». *Journal of Corporation Law*, Fall 2007; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 07-25; *Harvard Law and Economics* Discussion Paper No. 585; SSRN: http://ssrn.com/abstract=989624, 5, como «*forced capitalism*».

ser explicado por diferentes razones, las cuales, podemos reconducir esquemáticamente, a las tres siguientes: la decisión política de privatizar la gestión de las aportaciones que trabajadores y/o empresas realizan a una entidad independiente con el objeto de garantizar una pensión al empleado cuando este finalice su vida laboral; el desarrollo del mercado de capitales que ha favorecido la aparición de estos intermediarios financieros, quienes han sido capaces de ofrecer al ciudadano vehículos de inversión baratos, diversificados[8] y con unas rentabilidades medias aceptables[9]; y la denominada Teoría de la diversificación (*modern portfolio theory*[10]), que en su ámbito de aplicación ha resultado ser también imbatible.

No podemos decir que la llegada de los II.II fuera inesperada o sorpresiva. El genio de Adolf Berle se adelantó a la historia cuando ya en 1959 escribió:

> *In terms of law, nothing apparently has changed. The Corporation is still the familiar Corporation. The stockholder is still the stockholder. His rights are the same as before. His vote is still a vote. The new element is that the stockholder´s vote have now been more or less permanently concentrated in a small number of institutions- pension trusts (to a far less extent) insurance companies and mutual funds. This means that nuclei of power have emerged, so constructed that they cannot be readily challenged or changed. Notable is also the fact that this is not a concentration of "ownership" or, as the lawyer say, beneficial interest. It is true that the technical title to this stock carrying voting power is held by the trustees of the pension trusts, by the mutual funds, or by the directors of the insurance companies. But the ultimate product of the stock is to be divided literally among ten of millions of beneficiaries or policyholders. Property in its ultimate sense, has been diffused. The power element has been separated from it and has been concentrated in a relatively few hands. This combination of events is more than shifting of papers, more important than mere change in stockholding. It is the evolution of a new social-economic structure. Its effects are essentially political*[11].

[8] Gilson y Gordon, «The agency costs of agency capitalism»: 866.
[9] Ibíd., 867.
[10] Ibíd., 870. Para estos autores la *modern portafolio theory* es «the dominan investment paradigm» cuya influencia hizo incluso que se revisase la legislación federal.

> *MPT teaches that portfolio diversification is the ownership pattern that optimally balances the pursuit of highest expected return with the avoidance of unnecessary risk. Portfolio theory came to guide the investment behavior not only of pension funds but also of individuals, who turned to diversified investment vehicles -- mutual funds – for equity investing. Moreover, MPT taught that the risk of a particular investment should be evaluated on a portfolio basis, meaning that no investment was per se imprudent. This led to federal and state legislation revising the "prudent investor rule," which in turn led to greater equity investing by pension funds and private trustees.*

[11] Berle, «Power without property»: 53; «Essentially these stockholders, though still politely called "owners" are passive. They have the right to receive only». Ibíd., 74.

Así es, esta nueva realidad, esta «*new social economic structure*», tal y como acabamos de leer, no es (en su actual configuración) sino un escalón mas en las disfunciones de la estructura de poder y control societario que Berle y Means denunciaron en 1932. Realmente, y retomando su preocupación puesta de manifiesto en el capítulo II de esta Tesis, relativa a la nueva configuración del derecho de propiedad, nos surge la duda de si a estos (los II.II) titulares formales de la acción podemos denominarlos «accionistas» en el sentido real del término, o si por el contrario, son meros intermediarios desprovistos de las cualidades más importantes que el legislador previó cuando promulgó la ley de sociedades[12].

Pero lo cierto es que los II.II. (en su mayoría) no han entrado en la batalla del gobierno corporativo. Tal y como expondremos, lo único que quieren son resultados[13], de ahí su cortoplacismo. Cuando entran *motu proprio*, lo hacen en su exclusivo beneficio; y cuando se les obliga, subcontratan a terceros. Talbot señala, «only seems active when engaged in social irreponsability and rapaciousness, otherwise they are inactive[14]».

Por ello, y por lo que expondremos en las siguientes páginas, ya adelantamos que la crítica doctrinal a la actuación de los inversores institucionales ha sido, en estos últimos años, casi unánime. Desde todas las posiciones ideológicas y escuelas de pensamiento jurídico (que como tantas veces hemos dicho, están absolutamente influenciadas por la EAED), ha sido censurada su forma de proceder[15]. Quizás haya sido la decepción por un comportamiento del cual se esperaba mucho a principio de siglo y que, finalmente ha quedado limitada a una actuación interesada y disfrazada (que es lo peor) de un interés por la marcha de la sociedad y por lo tanto, de sus accionistas.

---

[12] «One problem with institutional investors as monitors of company management, is that they are not actually the shareholders! Their relationship with companies and with true shareholders involves a complicated web of ownership and accountability». Jill Solomon, «Corporate governance and accountability», 3ª ed. (West Sussex, United Kigdom: John Wiley and sons, Ltd Publishers, 2010), 118; Cfr. Investors Company Institute (ICI). *A guide to understanding mutual funds* (2007) 3, que lógicamente afirma lo contrario, es decir: un fondo que tenga acciones de una sociedad, es considerado como un accionista de la misma. Y la persona o institución que invierte en mutual fund es considerado como un accionista de este. En Jennifer Taub, «Able but not willing: the failure of mutual fund advisers to advocate for shareholders' rights», *Journal of Corporation Law* 34, nº 3 (2009):101.

[13] Paul Rose además de alertar sobre que la institucionalización de la propiedad de las sociedades cotizadas, en combinación con las medidas regulatorias adoptadas con el objeto de reforzar la posición de los accionistas, pueden dar lugar a importantes consecuencias; señala en lo relativo al «egoísmo» de los II.II: «as theory and empirical findings suggest, shareholders will seek to maximize their own utility, often at the expense of other shareholders or corporate stakeholders». «Common agency and the public Corporation», *Vanderbilt Law review* 63 nº 5 (2010): 1360.

[14] Talbot, *Progressive corporate governance for the 21st century*, 185.

[15] Esta crítica proviene tanto desde el ala más *progressive*, como es el caso del profesor de la George Washigton University, Lawrence E. Mitchell (véase «The legitimate rights of public shareholders» (2009), http://ssrn.com/abstract=1352025), hasta los más cercanos a la «*law and economics theory*», como es el profesor de Yale (con ciertas matizaciones), Stephen Bainbridge.

Como es lógico, esta situación no es indiferente a la Administración y al regulador, ya que estos entienden que una adecuada labor de control (*ownership engagement*) es necesaria para una equilibrada y eficaz asignación del capital entre las distintas sociedades, que favorezca la promoción de una actividad económica más beneficiosa.

1.1.1 Generalidad del término

No es fácil precisar una definición de lo que son los inversores institucionales. La propia variedad de estos, haría imposible la cualidad individualizadora o diferenciadora que toda definición ha de tener. Como nos dicen Celik e Isaksson «the general term "institutional investor" in itself doesn´t say very much about the quality or degree of ownership engagement[16]»; y tal y como prosiguen estos autores, en otra publicación, «while the public debate often treats the concept of institutional investor as a class, they are heterogeneous in terms of their investment style, strategy, time horizon, concentration, size and investor base[17]».

Nosotros, de manera genérica, podemos afirmar que una sociedad de inversión (*investment company*[18]) es un vehículo que canaliza el ahorro de ciudadanos, empresas y organismos públicos con la finalidad de invertir en instrumentos financieros en general y,

[16] Çelik e Isaksson, «Institutional investors as owners», 5;

> *Of course, institutional investors are not all the same. They come in many different forms and with many different characteristics. Among other things, institutional investors have different organizational and governance structures, and are subject to different regulatory requirements. The universe of institutional investors includes mutual funds and ETFs regulated by the SEC, as well as pension funds, insurance companies, and a wide variety of hedge funds and managed accounts, many of which are unregulated. And, of course, institutional investors don't all buy or sell the same asset classes at the same time. To the contrary, they have a wide variety of distinct goals, strategies, and timeframes for their investments. As a result, their interaction with, and impact on, the market occurs in many different ways*.
> Luis A. Aguilar, «Institutional investors: power and responsibility».

[17] Çelik y Isaksonn, «The role of institutional investors in promoting good corporate governance»: 21.

[18] Que es la denominación legal que les otorga la Investment Company Act. Nosotros utilizaremos preferentemente la expresión castellana «inversores institucionales», aunque en ciertas ocasiones, y cuando creamos que el texto lo admita usaremos las inglesas «*investmen companies*» o «*institutional investors*». Su ley reguladora, la Investment Company Act de 1940, en su sección 3., nos da la siguiente definición de Investment Company o sociedad de inversión:

> *When used in this title, ''investment company'' means any issuer which—*
> *(A) is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities;*
> *(B) is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or has been engaged in such business and has any such certificate outstanding; or*
> *(C) is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer's total assets (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis.*
> https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf.

en lo que a nosotros afecta, en acciones de sociedades cotizadas. De entre aquellas, la más utilizada son los *mutual funds*[19]. Si bien existen otros tipos de sociedades de inversión, son los *closed end funds*[20], *exchange-traded funds* (ETF)[21], *business development companies*[22] y los *unit investment funds*[23]. Todos ellos son fondos públicos ya que sus acciones son vendidas (normalmente a través de una IPO) de forma pública a los inversores interesados, por lo que estos fondos y sus acciones, deben de estar registrados en la SEC. Por el contrario, existen compañías de inversión que hacen una colocación privada de sus acciones y por lo tanto, al no cotizar estas, no será necesario el mencionado registro, son, por ejemplo, los *hedge funds*.

1.1.2 Breve mención a su estructura societaria

Nos centraremos en los fondos de inversión y dentro de estos en su versión más utilizada (tanto en número total, como en activos gestionados), es decir, los *mutual funds*[24]. En los Estados Unidos están jurídicamente estructurados, en su mayoría, bajo la forma de sociedad mercantil capitalista. Por lo tanto, son unas entidades con personalidad jurídica propia e independiente de la de sus socios[25], cuyos propietarios son sus accionistas, estando gobernadas por un consejo de administración. Pero a partir de aquí, sus características divergen de las que normalmente se dan en una sociedad capitalista. Tal como veremos, no tienen (o casi no tienen) empleados propios, sino que subcontratan los servicios de un tercero, el «*investment adviser*», que gestiona las inversiones del fondo contra el pago de un precio, que es, normalmente, un porcentaje sobre los activos gestionados[26].

Lo cierto es que la Investment Companies Act (ICA), no requiere expresamente que los fondos adopten la forma jurídica de sociedad. Lo que sí exige es que estén

[19] Aunque los analizaremos en profundidad en los epígrafes siguientes, véase SEC, http://www.sec.gov/answers/mutfund.htm.

[20] Veáse SEC, https://www.sec.gov/answers/mfclose.htm. Estos fondos cierran, en el momento de la captación del dinero, el capital del mismo que, dividido en acciones cotiza en algunos de los mercados de valores. En los open end funds, por el contrario, su capital es variable, y se emiten acciones a demanda del mercado, así mismo es el fondo el que compra las acciones cuando un accionista quiere vender. Son, por tanto acciones eminentemente rescatables, aunque caben otras alternativas legales. Normalmente no cotizan.

[21] Véase SEC, http://www.sec.gov/answers/etf.htm.

[22] Véase sección 2 (48) de la Investor Company Act. SEC, https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf.

[23] https://www.sec.gov/answers/uit.htm. En este caso son vehículos de capital fijo, aunque UIT se obliga a recomprar o rescatar *units* (unidades). Tienen un plazo de duración determinado, y normalmente no realizan una gestión de la cartera. Prácticamente la cartera inicial coincide con la final.

[24] Nos remitimos a la clasificación que de los mismos expondremos en el epígrafe 1.3.

[25] A diferencia de lo que ocurre en España y en la mayoría de países europeos.

[26] A. Joseph Warburton, «Should funds be corporations? A legal and econometric analisys», *The Journal of Corporation Law* 33 (2008): 748.

dirigidos por un consejo de administración y que se celebre una junta general de accionistas, en la que estos votarán, al menos: la elección de consejeros, la contratación del investment adviser, y la aprobación de cambios fundamentales en el régimen estatutario del fondo. Por lo tanto, los promotores del fondo podrán elegir, entre las siguiente cuatro opciones: la forma de corporation, la de un trust, una *limited partnership*, o una *pools of investment fund*.

El origen de que la ICA exigiera estos órganos típicamente societarios, fue que en 1940, de los 2,1 billones de dólares gestionados por fondos, solo 450 millones lo estaban por open end funds, mientras que los restantes 1,65 billones lo eran por *close end investment companies*[27]. Y estas últimas casi siempre utilizaban el tipo legal de sociedad como mejor fórmula a través de la cual conformar su actividad social. Si bien hoy en día estas cifras se han dado la vuelta y ahora son los open funds los que gestionan el 95 por ciento de los fondos gestionados por esta industria; la opción quedó ya realizada en 1940[28]. Como muy bien sabemos, el corporate law de los Estados federados, obliga a las compañías constituidas al amparo de su legislación a que se reconozca a los accionistas el derecho a votar en las juntas de la sociedad, las cuales habrán de reunirse, al menos una vez al año. La ICA, en su sección 18(i)[29], es más severa que aquellas, al requerir que en una investment company, todas las acciones tengan derecho de voto (es decir, no cabe la emisión de acciones sin este derecho). Además y salvo una pequeña excepción[30], cada una de ellas tendrá igual número de votos[31].

[27] En los close end funds, (que nosotros podríamos traducir como fondos de capital fijo), el fondo emite acciones, como contraprestación al importe de dinero que sus inversores le aportan para realizar su actividad inversora. Estas acciones cotizan en el mercado secundario, de forma que cualquier accionista puede "salirse" del fondo vendiendo su participación en el mercado. Por el contrario los Open end funds (o fondos de capital variable), son aquellos en los si un accionista quiere vender sus acciones, el propio fondo se obliga a comprarlas, y si otro inversor quiere comprar, el fondo emite acciones en proporción a la suma que este quiera invertir. Véase nota 20.

[28] Warburton, «Should funds be corporations?»: 749.

[29] «every share of stock hereafter issued by a registered management company (except a common-law trust of the character described in section 80a–16 (c) of this title) shall be a voting stock and have equal voting rights with every other outstanding voting stock». https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/80a-18.

[30] Sección 80a-18(i), para cuando una serie de acciones este referida en exclusiva a una cartera determinada de valores dentro de la inversión total del fondo. Ibídem.

[31] Aunque la sección 80a-15(a) y la 80a-15(a) (2), permite que sean aprobados, bien por los accionistas, bien por una mayoría de consejeros independientes. Ya veremos la razón de esta doble posibilidad. La sección 80a-15(a) dispone «It shall be unlawful for any person to serve or act as investment adviser of a registered investment company, except pursuant to a written contract, which contract, whether with such registered company or with an investment adviser of such registered company, has been approved by the vote of a majority of the outstanding voting securities of such registered company»; y la 80a-15(a) (2) estipula «only so long as such continuance is specifically approved at least annually by the board of directors or by vote of a majority of the outstanding voting securities of such company». https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/80a-15

Pero si bien, tal y como estamos exponiendo recurrentemente en este trabajo, la implicación accionarial con el voto en las juntas generales de las sociedades cotizadas es muy deficiente, la misma llega a lo absolutamente inimaginable (por ridícula) en el caso de los accionistas de mutual funds. Las razones aducidas por la doctrina son las siguientes. Primera: las acciones de estos fondos están especialmente dispersas, no existiendo casi nunca accionistas significativos o de control. Segunda, la propia naturaleza de la inversión en un fondo hace que el tipo de accionista que invierte en ellos busque precisamente eso, olvidarse de cualquier gestión de control o seguimiento en las empresas en las que este invierte (busca en definitiva que se le gestione íntegramente su inversión). Tercera: la liquidez que ofrecen estos fondos, al estar obligados a comprar las acciones de cualquier accionista que quiera vender (en los open end), hace que estos, si no están de acuerdo con alguna decisión adoptada por la dirección, vendan («*vote with their feets*»), antes que molestarse en votar. Esto hace que, en palabras de Warburton, «mutual fund shareholders participate in the voting process even less often than shareholders of traditional corporations[32]».

Esta circunstancia ha tenido dos consecuencias. Una, que el índice de activismo es prácticamente nulo, ya que solo existe documentados tres casos (entre 1997 y 2008) en los que accionistas hayan lanzado una «*proxy fight* » contra los candidatos propuestos por el consejo. En los tres casos el origen de la disputa era el que los *independent directors* se negaban a aprobar un contrato que entendían era demasiado oneroso con el investment adviser. Solo en una de ellas tuvieron éxito[33]. Y la otra, que este desinterés causa verdaderos problemas de falta de quórums[34]. Tener que convocar las juntas dos o incluso tres veces «*is not uncommon*[35]», con lo que ello conlleva de gastos de reenvíos de proxy statements y otros documentos. Esta circunstancia ha hecho que parte de la doctrina

[32] Warburton, «Should funds be corporations?»: 757; Jill E. Fisch, «Securities intermediaries and the separation of ownership from control», *Seattle University Law Review* 33(2010):881, en donde afirma que «such voting rights [los de los accionistas de mutual funds] are generally even less effective than the voting rights of shareholders of publicly held corporations».
[33] Warburton, «Should funds be corporations?»: 756.
[34] Los fondos que estén mayoritariamente participados por inversores particulares (que son muchos de ellos ya que son el inicio de la cadena de inversión), tienen un serio problema a estos efectos. Broadbridge Financial Solution, Inc., en su estudio del voto en el ejercicio 2014, nos indica, que solo votaron un 28 por ciento de los inversores individuales en las juntas de las compañías cotizadas. Aunque no hemos encontrado datos separados referidos al voto en los fondos, por la propia idiosincrasia del inversor en estos, no tenemos la menor duda de que el porcentaje será menor. http://proxypulse.broadridge.com/.
[35] Warburton «Should funds be corporations?»: 757.

solicite a la SEC la autorización para que los mutual funds puedan emitir acciones sin voto, e incluso puedan reconvertir en esta clase las ya emitidas[36].

Echamos en falta la presión mediática, académica e incluso política, que azuce, aliente y hasta exija, a los accionistas de estos fondos, un activismo accionarial, al menos igual al exigido a los accionistas de sociedades cotizadas (si bien nosotros no apoyamos esta obligatoriedad).

1.2 MARCO JURÍDICO POSITIVO

Como ya adelantamos en el capítulo I de esta Tesis, con motivo del Crash del 29, y de la llegada de la Administración Roosevelt a la Casa Blanca, el Gobierno de los Estados Unidos realizó un verdadero esfuerzo legislativo con el objeto de proteger al pequeño y desamparado inversor que había sufrido innumerables tropelías durante las primeras décadas del siglo XX. Producto de este esfuerzo, fueron la Securities Act de 1933 y la Securities Exchange Act de 1934, ya sobradamente comentadas en esta Tesis. Pero en lo que se refiere y afecta a los inversores institucionales de forma más directa, en 1940 se aprobaron la Investment Company Act[37] y la Investment Advisers Act[38]. Son por lo tanto estas cuatro leyes, además de la Employee Retirement Income Security Act (ERISA) las que, cada una en su ámbito, regulan la actividad de estos. Realicemos un breve comentario de cada una de ellas.

1.2.1 La Investment Company Act

Es la que de forma más directa disciplina la operativa[39] de los inversores institucionales. En concreto, esta ley determina la estructura y las inversiones de estas investment companies a través de una combinación de exigencia de información y restricciones, tanto en lo referente al importe, como al tipo de activos en los que las

[36] Richard M. Phillips, «Deregulation under the Investment Company Act- A reevaluation of the corporate paraphernalia of shareholder voting and boards of director», *Business Law* 37 (1982): 909; en Warburton, «Should funds be corporations?»: 758.
[37] https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf.
[38] https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf.
[39] En palabras de uno de los cinco comisionados de la SEC, Michael S. Pinowar, «This year marks the 75th anniversary of the enactment of the Investment Company Act. The Act originated from congressional concern that the Securities Act and the Securities Exchange Act were inadequate to protect purchasers of investment company securities. In 1935, Congress requested that the Commission undertake a study of the structures, practices, and problems of investment companies, which became known as the Investment Trust Study. The Study included a series of legislative recommendations to address the problems and abuses identified and, subsequently, the Investment Company Act was adopted». Commissioner Michael S. Piwowar, «Remarks at the 2015 mutual funds and investment management conference» (marzo 2015). http://www.sec.gov/news/speech/031615-spch-cmsp.html.

mismas pueden invertir. Además, regula la estructura de capital, la custodia de los activos, los posibles conflictos de interés que surjan de las inversiones realizadas, así como los deberes y obligaciones de los consejos de administración de los fondos. En lo que a este trabajo afecta directamente, y dado que muchos de estos fondos adoptan la estructura de una sociedad de capital, también se establecen algunas normas relacionadas con el gobierno corporativo, como son la obligación de que los consejeros realicen una autoevaluación anual, el que cuatrimestralmente se celebre una *executive session*[40], y que al menos el 40 por ciento sean independientes. Por supuesto, tendrán que reconocer a sus accionistas, tanto los derechos derivados de la legislación estatal, como de la federal.

1.2.2 La Investment Advisers Act

Se ocupa de los asesores o consejeros de inversión. Exige a todos los asesores que registren sus compañías de inversión en la SEC. Además contiene preceptos relativos a conflictos de intereses, llevanza y custodia de datos, información que deben suministrar al regulador, así como otras responsabilidades entre las que podemos resaltar el deber de lealtad con respecto a los inversores finales, que en lo que en esta Tesis nos afecta se concreta en la obligación de ejercer, con diligencia, el derecho de voto en nombre de los accionistas del fondo al que asesora. «To satisfy its duty of loyalty, the adviser must cast the proxy votes in a manner consistent with the best interest of its client and must not subrogate client´s interest for its own[41]».

1.2.3 La Securities Exchange Act

Regula —como ya sabemos— la compra y venta de instrumentos financieros (que obviamente comprende las acciones de los fondos de inversión); así como también a los broker-dealers, incluidos los aseguradores de emisiones, y a cualquier otra persona física o jurídica que venda acciones de una «investment company». Obliga a todos ellos a que se inscriban en la SEC.

1.2.4 La Securities Act de 1933

[40] Véase epígrafe 2.4. del capítulo IV.
[41] «Proxy voting by investment advisers», SEC final Rule, aprobada el 31 de enero de 2003, que entró en vigor el 14 de abril del mismo año. SEC, https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm.

Regula las ofertas públicas de instrumentos financieros que incluyen, claro está, las acciones de estas compañías o fondos de inversión. En este último caso exige que todos los inversores reciban un prospecto describiendo las características del fondo.

1.2.5 La *Employee Retirement Income Securities Act.*

Aunque solo de aplicación para los private pension funds, tal y como veremos. Las personas que toman las decisiones en estos fondos (consejos o comités de trustees) están sujetos a un estricto deber de diligencia para con los partícipes de los fondos sometidos a su regulación. Así mismo y tal y como ya hemos comentado con anteriordad, esta ley impone a estos managers de los fondos privados la obligación de votar y explicar el sentido del voto.

1.3. CLASES

Realizaremos una clasificación didáctica de los principales inversores institucionales. Por ello, no seguiremos la que realiza la ley reguladora de 1940 de las investment companies[42]. Por el contrario, atenderemos la expuesta por prestigioso «The Conference Board[43]», que a su vez es la seguida de forma mayoritaria por la doctrina[44].

1.3.1 Los *mutual funds* o *investment funds companies*

[42] La sección 4 de la Ley las clasifica en tres grandes grupos: a) Face-ammount certifícate company, b) Unit Investment trust, y c) Management company. La Sección 5, a su vez, divide estas últimas en: «(1) ‘‘Open-end company’’ means a management company which is offering for sale or has outstanding any redeemable security of which it is the issuer. (2) ‘‘Closed-end company’’ means any management company other than an open-end company».

[43] The Conference Board, «The separation of ownership from ownership», http://www.conference-board.org/publications/publicationdetail.cfm?publicationid=2645.

[44] Por lo ya expuesto en el inicio de este capítulo, son diversos los criterios bajo los que podemos clasificar el conjunto de instituciones que integran esta denominación. Por ejemplo, Celik e Isaksson, los agrupan en tres grandes categorías, siguiendo una pauta que tiene como objetivo identificar diferentes grados de «*ownership engagement*», es decir el nivel en el que estos se involucran en el gobierno corporativo de las sociedades que es, precisamente, lo que nos interesa a los efectos de esta Tesis. El primer grupo al que denominan «*traditional*» estaría integrado por los pension funds, mutual (o investment) funds, y las compañías de seguros. Un segundo grupo sería lo que estos autores denominan inversores institucionales «alternativos» que englobarían a los hedge funds y las sociedades de capital riesgo, y como tercera categoría, citan a los «*assets managers*» que invierten en nombre de sus clientes. «Institutional investors as owners», 15. Camara, por el contrario sigue, el criterio clasificatorio de las motivaciones o impulsos que mueven a los II.II; distinguiendo entre los Market driven: hedge Funds y Mutual Funds; los Political driven: State and Public Pension Funds, y los que denomina Multilateral investors: las compañías de seguros y los bancos. Kiwi Alejandro Danao Camara, «Classifying institutional investors», *Journal of Corporate Law* (winter 2005):219.

Los mutual funds (también denominados investment funds[45]), recogen las aportaciones tanto de particulares como de instituciones y otros fondos. Es decir, canalizan a su vez inversiones, tanto de fondos públicos como privados[46].

El mutual fund[47] es una entidad, la mayoría de las veces constituida bajo la estructura de una sociedad: pero también cabe que se utilice la de un *business trust* (en este caso, sin personalidad jurídica distinta a la de sus inversores, y por lo tanto más acorde con el concepto de fondo contenido en el artículo 3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva[48]). La competencia para regular la legislación básica de los fondos es de los Estados federados, y la mayoría de los mutual funds que eligen la sociedad como estructura jurídica de su actuación, utilizan la legislación del estado de Maryland, por ser la más ágil y moderna. Por el contrario, los que utilizan como forma la *business trust,* se acogen bien a la Massachusetts Business Trust[49], o a la Delaware Statutory Trust[50].

Un tercio de las familias de los Estados Unidos invierten en este tipo de fondos, habiendo pasado el capital invertido de 134 billones de dólares en 1980, a nueve trillones en 2008. En el mismo período, el número de propietarios de estos fondos se incrementó de los 4.6 millones a los 52.5[51]. Son más de ocho mil[52] los fondos constituidos para absorber tal flujo de dinero. En palabras de Gilson y Gordon: «The peculiar position of institutional investors in the reconcentration of ownership of U.S. public corporations can be seen most easily from the governance role played by mutual funds, both because of their size and homogeneity, and because of the extensive information that is available concerning their governance activities[53]».

El origen de los mutual funds hay que situarlo en los denominados *Units Trusts* (UIT), que canalizaban inversiones en acciones, pero que, a diferencia de los mutual

[45] Çelik y Isaksson, «Institutional investors as owners»: 8.
[46] Camara, «Classifying institutional investors»: 229.
[47] SEC, http://www.sec.gov/divisions/investment/invcoreg121504.htm#P52_4641. «Mutual Funds are management investment companies that offer or have outstanding redeemable securities of which they are the issuers. See Section 5(a)(1) of the Investment Company Act.The term "redeemable security" is defined in Section 2(a)(32) of the Investment Company Act. Mutual funds hold a portfolio of securities, typically managed by an investment adviser. Mutual funds generally offer an unlimited number of their shares to the public on a continuous basis».
[48] B.O.E (nº 265 de 5 de noviembre de 2003).
[49] http://www.sec.state.ma.us/cor/coremreg.htm.
[50] http://delcode.delaware.gov/title12/c038/sc01/index.shtml.
[51] Según el Investment Company Institute, esta cifra llegó a los 98 millones en el año 2014. ICI Fact Book, http://www.icifactbook.org/pdf/2014_factbook.pdf.
[52] 8974 en 2013. Ibídem.
[53] Ronald J. Gilson y Jeffrey N. Gordon, J.N, «The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights»: 885.

funds, no eran activamente gestionados. El primero de ellos fue constituido en el Reino Unido en 1868. En 1924, se formó el primero en los Estados Unidos (Massachusetts Investment Trust). A la vez empezaron a surgir los activamente gestionados open end funds y close end funds, que a diferencia de los UIT estaban fuertemente endeudados (emitían bonos y acciones sin control con el objeto de financiar sus compras de valores en el mercado alcista que precedió al Crash del 29) y realizaban una gestión claramente especulativa; por lo que en el Crash de 1929, literalmente pasaron a tener un valor «0».

Tras el desastre del 29, el Congreso y la recién creada SEC, realizaron un estudio sobre estas sociedades de inversión y concluyeron que, a diferencia de otras sociedades (bancos, aseguradoras), aquellas solo estaban sometidas a la Securities Act de 1933, en tanto que emisoras de valores que se ofrecían públicamente. En palabras de Paul Roye, director de la Division of Investment Management de la SEC, «in 1935, Congress asked the Commission to conduct a comprehensive study of the investment company industry, looking specifically at the functions and activities of investment companies, their corporate structures and their investment policies. Congress also wanted to know how investment company sponsors and affiliates exerted influence over the investment companies they controlled. The resulting report, called the Investment Trust Study, laid the foundation for the '40 Act[54]». El estudio demostró el gran número de actuaciones ilícitas, a las que los accionistas y partícipes de los fondos, se habían visto sometidos durante los años anteriores al Crash. Por ello, el Congreso entendió que era necesaria una ley específica que regulara este tipo de sociedades, debido a que la estructura organizativa de estas sociedades era proclive a los conflictos de interés, y a la naturaleza «transferible» de los activos en los que invierten estas sociedades, podían ser fácilmente «distraídos» por parte del investment adviser o asset manager (gestor), con quien la sociedad de inversión tiene, como veremos, una estrecha relación. A estos efectos, el legislativo tenía varias opciones: la primera era ampliar la obligación de información y registro de emisiones y entidades contenidas en la Securities Act de 1933; la segunda, imponer un sistema de licencias a todos aquellos profesionales (los gestores, brokers, etc.) que se relacionaban con la industria de los fondos; y la tercera —que fue por la que finalmente se optó— fue la regulación directa de la operativa de los fondos a través de

[54] SEC, http://www.sec.gov/news/speech/spch405.htm. Con motivo de sesenta aniversario de la Investment Company Act.

una ley *ad hoc*. Este fue el origen de la Investment Company Act de 1940[55]. La aprobación de la misma supuso la vuelta de la confianza a la utilización de este tipo de vehículo inversor, teniendo como efecto un despegue de los activos gestionados por estos en los años cuarenta, pero especialmente a partir de los cincuenta.

En 1960 se produjo el primer escándalo asociado con esta industria bajo la nueva regulación: la quiebra de Investors Overseas Services (IOS), promovida por Bernie Cornfeld. Este escándalo (en el que además de otras muchas actuaciones rechazables, se duplicaban las comisiones por gestión, y por compra y venta de acciones, a través de brokers con los que se tenía un acuerdo de «colaboración»), propició una nueva actuación de la SEC y la petición del informe de Wharton School, al que hemos hecho referencia en el capítulo I de esta Tesis. En este informe, se recomendaron una serie de reformas, en virtud de las cuales el Congreso, en 1970, modificó la Investment Company Act en lo relativo a los honorarios de gestión pagados a los investment advisers o asset managements, así como las comisiones por compraventa de valores. Se añadió la sección 36 (b) en la que se impone un deber fiduciario (un deber de lealtad) al gestor de un fondo, con respecto a las acciones del mismo[56]. También se modificó la sección 15(c) con el objetivo de imponer a los miembros del consejo la obligación de evaluar, y al gestor la de aportar, todos los datos necesarios para la revisión de los términos del contrato de gestión que unía a ambas partes. Además, y más que imponer un límite a la comisión por compraventa de acciones, tal y como la SEC recomendaba, el Congreso entendió que la autorregulación de este extremo por el propio sector, era la solución. Y así, se revisó la sección 22 (b) de la Investment Company Act con el objeto de dar al (entonces) NASD la autoridad de limitar la comisión por compraventa, pero siempre sometida a supervisión de la SEC. Por lo tanto, el NASD aprobó una norma que prohibía a los miembros de esta asociación cobrar comisiones, por la compra y venta de acciones de los mutual funds, por encima de unos tantos por cientos determinados. El Congreso también modificó la sección 12 (d) (1) para endurecer las condiciones de los «funds of funds», y extenderlas a fondos no registrados que invertían en fondos registrados[57].

[55] Véase Alfred Jaretzky , «The Investment Company Act of 1940», *Washington University Law Review* 26, nº3 (1941): 303.

[56] «In 1940, mutual fund advisory fees were not an area of principal concern, but the subsequent dramatic increase in total fund assets and the number of mutual fund investors revealed a need for more serious regulation of advisory compensation». Gerard H. Manges, «The Investment Company Amendments Act of 1970. An analysis and appraisal after two years», *Boston College Industrial and Commercial Law Review* 14 nº 3, (1973): 387.

[57] Investment Company Amendments Act de 1970, Pub. L. No. 91-547, 20, 84 Stat. 1413, 1428-30 (Dec. 14, 1970).

Por todo lo expuesto, y en especial por ser los que gestionan un mayor número de activos, así como por ser en los que más gráficamente se perciben los conflictos de agencia, utilizaremos a los mismos como hilo conductor en la parte fundamental de nuestra exposición. Parte fundamental que es la contenida en el epígrafe 2 de esta capítulo, bajo el título de «Los fondos y el double agency capitalism ».

1.3.2 Labor unions and public and private pensions funds

Reflejando la importancia de los fondos de pensiones públicos, así como los de los sindicatos, Peter Drucker[58] popularizó la frase «*pension fund socialism*» justo después de la aprobación de la ERISA. Este concepto captura la importancia mayúscula de la industria de esta clase de fondos en los Estados Unidos, y de los trabajadores como últimos beneficiarios[59] de los mismos. Ahora bien, una vez más debemos señalar que la mayoría de los fondos englobados en este apartado, tampoco realizan una labor activista en las juntas. Realmente, solo la ejercen los *public pension funds*, y los que Camara denomina «*multilateral investors*[60]».

Los pensions funds[61], podemos a su vez clasificarlos, atendiendo a quién es al final el garante de las sumas aportadas para ir dotando las futuras pensiones, en las siguientes tres categorías:

i) Privados. A su vez los dividimos en dos. Primero, los denominados *defined benefit pension plans*, regulados por la ERISA. En esta modalidad es el empleador el que tiene que ir realizando, a lo largo de la vida del trabajador, aportaciones al plan de pensiones de este, con la peculiaridad que el empresario garantiza una determinada pensión al trabajador el día que se jubile. Si la empresa no ha contribuido lo suficiente, o si el gestor del fondo no ha estado acertado, el empresario deberá abonar al trabajador la suma que falte hasta completarle la pensión que en su día se pactó. Estos fondos están gobernados por un comité integrado por ejecutivos de la empresa que realiza las

[58] Peter F Drucker, *The unseen revolution: how pension fund socialism came to America* (New York: HarperCollins, 1976).
[59] Markus Roth, «Labor and comparative corporate governance in times of pension capitalism», *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* XVIII (2013):754.
[60] «Multilateral investors have a variety of financial relationships with the firm. If the payoffs associated with these relationships are different from those associated with equity ownership, these multilateral investors will sometimes not want to maximize shareholder value. The most popular legal response to multilateral investors has been to mandate separation of the parts of the multilateral investor dealing with each financial relationship». Camara, «Classifying institutional investors»: 239.
[61] Los cinco mayores fondos de pensiones son (todos en billions dolars): Federal Retirement Thrift, que gestiona 234,4, California Public Employees, con 198,8; California State Teachers, con 130,5; y New York State Common, con 125,7; en séptimo lugar encontramos al primer privado, que es el de General Motors con 99,2; en CED, «Are institutional investors part of the problem », apendix I., 33

aportaciones; que normalmente contratan a un fund adviser externo para la gestión del fondo.

Segundo, *defined contribution plans* o 401 (k). En estos planes o fondos, el empleador no garantiza una pensión determinada, lo único que hace es realizar ingresos a nombre del trabajador. Es este el que gestiona y corre con el riesgo de la gestión, aunque en la mayoría de los casos también se subcontrata a un fund adviser para que de forma profesional, gestione y rentabilice al máximo las aportaciones que se le encomiendan.

Este es el tipo más popular en estos momentos. La razón es la siguiente: como consecuencia de diversas quiebras ocurridas en la década de los setenta, que dejaron sin pensión a muchos trabajadores, la ERISA exigió unos requisitos de capital y control muy elevados para los *defined benefits plans.* Esto, junto con el mejor trato fiscal que recibieron en el impuesto sobre la renta las aportaciones a los *defined contribution plans*[62], provocó que estos últimos fueran los más demandados.

ii) Públicos. Estos a su vez los clasificamos en dos. Primero, los propiamente fondos públicos. El esquema es el mismo que el anterior, solo que en este caso las aportaciones las realizan el Estado, el municipio, o cualquier otro ente dependiente de la administración; para ir dotando las pensiones de sus funcionarios. En este caso, el comité o consejo de dirección está integrado por políticos que habitualmente también subcontratan a un fund adviser para la gestión del fondo. Segundo, los *union pension funds*, que son los que canalizan los fondos de los sindicatos de trabajadores (también denominados *Taft-Hartley plans*[63]). A pesar de la paritaria composición del órgano de gobierno del fondo (igual número de representantes de la empresa y del sindicato), lo cierto es que los sindicatos, han tendido a dominar estos; de hecho es «often very difficult to distingish between the pension fund and the union[64]».

Tal y como nos dicen Diane Del Guercio y Tracie Woidtke[65], tanto los *union pension funds* (o *labor unions pension funds*, como también son denominados por estos

[62] Precisamente en el artículo 401 (k) del Internal Revenue Code, de ahí que también se conozcan de esta forma.
[63] Creados por la Labor Management Relations o Taft-Hartley Act de 1947 (en concreto por la sección 302). National Labor Relations Board, http://www.nlrb.gov/resources/national-labor-relations-act.
[64] Richard Blodgett, «Union pension fund asset management», en *Abuse on Wall Street: conflicts of interest on the securities markets* (New York: Preager, 1980): 327.

[65] « Do the Interests of Labor Union and Public Pension Fund Activists Align with Other Shareholders? Evidence from the Market for Directors», (July 31, 2014). Véase SSRN:http://ssrn.com/abstract=2448920

autores) y los *public pension funds*[66] (aquellos que recogen las aportaciones de empleados públicos y funcionarios), se encuentran entre los mayores activistas accionariales. Estos autores, citando a Renneboog and Szilagyi[67], señalan que el 38 por ciento de las propuesta de accionistas realizadas al amparo de la rule 14a-8, en el período 1996 a 2005; así como el 41 por ciento de las propuestas de 2010, fueron realizadas por estas dos clases de fondos[68], según la *Annual Corporate Governance Review*.

Pero este activismo ha sido, sin duda, controvertido. Ha habido bastante especulación sobre cuáles son los verdaderos motivos que lo impulsan. Así, una parte importante de la doctrina opina que existe una inspiración política en los empleados de estos fondos, más preocupados en generar beneficios privados y publicidad para futuras campañas políticas (estos fondos tradicionalmente están vinculados al partido demócrata) que en maximizar la riqueza de los accionistas[69]. Otros[70] entienden que utilizan este activismo como plataforma desde la que obtener beneficios para los trabajadores afiliados al sindicato. Una visión alternativa defiende que estos son los únicos inversores que tienen incentivos para fiscalizar activamente a la dirección o management de la sociedad. Debido a que otro tipo de inversores institucionales en los Estados Unidos, como son las compañías de seguros, los bancos de inversión y, sobre todo, los mutual funds, nunca entrarán en confrontación con la dirección de una empresa a la que tienen por cliente, o a la que quieren acceder[71], es decir a la que quieren vender sus fondos. Aunque, existen

[66] Teresa Ghilarducci, James Hawley y Andrew Williams, «Labour paradoxical interest and the evolution of corporate governance», *Journal of Law and Society* 24 (1997): 26. En el momento de elaboración del artículo, los autores estiman que el 35 por ciento de las acciones de las sociedades cotizadas, eran propiedad de fondos de pensiones de trabajadores (sindicados o no).

[67] Luc Renneboog y Peter G. Szilagvi, «The role of shareholders proposals in corporate governance». *Journal of Corporate Finance* 17 (2010): 167.

[68] Usha Rodrigues, «Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership», *Minnesota Law Review* 95 (2011): 1834, quizás de forma un tanto exagerada escribe, «funds such as Calpers, Calsters, and the AFL-CIO strike terror into the hearts of firm managers…Labor unions and pension funds, more than any other intermediary investor, have the time and motivation to monitor the long term health of companies in which they invest».

[69] Véase Roberta Romano, «Public pension fund activism in corporate governance reconsidered», *Columbia Law Review* 93 (1993): 795; Rodrigues, «Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership», 1835, en donde en este sentido señala «The difficulty is that labor unions and pension funds may well have interests that have no relation to the financial health of the company – whether sort term or long term – as favoring labor friendly policies or seeking publicity for causes (e.g., domestic job creation over offshoring) that serve the ends of their own fund participants rather than the good of the company as a whole.

[70] Véase Iman Anabtawi y Lynn A. Stout, «Fiduciary duties for activist shareholders», *Stanford Law Review* 60 (2007): 1255; Stephen Bainbridge «The case for limited shareholders voting rights», *UCLA Law Review* 53 (2006): 601.

[71] Rasha Ashraf, et al., «Conflicts of interest and mutual fund proxy voting: Evidence from shareholder proposals on executive compensation», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47 nº 3 (2012): 567.

muchos estudios[72] que tratan de demostrar una u otra posición, lo cierto es que es muy difícil determinar cuál es la verdadera razón que anima a estos fondos a votar en uno u otro sentido[73].

[72] Ashwini K. Agrawal, «Corporate governance objectives of labor union shareholders: evidence from proxy voting». New York University, http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/27848/2/wpa08006.pdf. En donde realiza un repaso a los diferentes estudios realizados al respecto, concluyendo:

> *First, the study provides unique empirical evidence that the preferences of labor union shareholders may reflect objectives other than equity value maximization. While there is debate in the academic literature and business press that labor unions use their pension funds to pursue worker interests, there is little data to support the numerous viewpoints. The findings in this paper support theories postulated by Romano (2001) and Schwab and Thomas (1998). Second, this paper contributes to the corporate governance literature on proxy voting. Davis and Kim (2007), Matvos and Ostrovsky (2007), and Rothberg and Lilien (2005) utilize recent, publicly disclosed data to explore various voting incentives facing mutual fund managers. In contrast, this paper utilizes data on labor union pension fund proxy votes to study the governance objectives of union shareholders. Third, this work contributes to a burgeoning literature on the role of employee stakeholders on corporate decisions and outcomes (Atannasov and Kim 2008, Chen, Kacperzyck, Molina 2008). This study suggests that union shareholder activists look towards corporate governance mechanisms as a means of furthering the goals of unionized employees. Finally, the data shed light onto policy discussions concerning potential governance reforms. One contentious issue currently facing the SEC is whether shareholders should be given greater powers over corporate affairs through increased access to annual director election ballots (see Bebchuk (2005), Harris and Raviv (2007), and Bainbridge (2006) for further discussion). Labor union activists such as the AFL-CIO generally favor greater shareholder powers as a means of improving the financial performance of firms. However, other groups such as the Business Roundtable argue that greater shareholder powers would ironically empower special-interest investors to advance their agendas at the expense of shareholder value (McKinell 2003). The underlying question in this debate is whether shareholders have disparate preferences to begin with*;
>
> *We find that the initial market reaction to labor union sponsored proposals is insignificant in the overall sample. However we observe a significant positive reaction surrounding proposals at unionized target firms for proposals that achieve majority-vote status. Viewed collectively, our study results do not support the incentive conflict hypothesis that labor unions use shareholders proposals to extract even greater gains for the employee, their primary constituency. On the contrary, our study implies that unions may be unique in their ability to spur changes in governance characteristics that lead to shareholder wealth improvement, and the ability to produce this changes is related to union presence at targets as well as overall shareholders support for their proposals.*
>
> Andrew K. Prevost, Ramesh P. RAO, y Melissa A. Williams, «Shareholder activist: champions or detractors». http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1119328;

«We found that labor Union proposals received more votes that did proposals from private institutions and individuals, even after controlling for the type of proposal and ownership structure. These higher vote totals for labor proposals were comparable to those received by public institutions. We interpret these results to suggest that any conflict of interest that may arise between labor unions and other shareholders may not be as great as feared. Proposals by labor unions are not treated harshly by shareholders in general. Rather, they appear to be viewed by Shareholders as no different from proposals by other sponsors». Randall S. Thomas y Kenneth J. Martin, «Should labor be allowed to make shareholders proposals», *Washington Law Review* 73, nº 1 (1998): 73; Cfr. Olubunmi Faleye, Vikas Mehrotra y Randall Morck, «When labor has a voice in corporate governance», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, nº 3(2006): 510 en donde concluyen «Our empirical findings cast a serious doubt on the simple premise that labor equity participation causes a convergence of interest between workers and shareholders»; Abundando en esa linea, entienden que la actividad de los Labor Unions crea un claro perjucio al valor de la sociedad, David F. Larcker y Brian Tayan, «Union activism: do Union Pension Funds Act solely in the interest of beneficiaries?, *Stanford Closer Look Series* 11 (diciembre 2012).

[73] Véase Gerald F. Davis y E. Han Kim, «Business ties and proxy voting by mutual funds», *Journal of Financial Economics* 85 (2007): 569, concluyen que «Consistent with this conjecture, we find that the more

Lo que podemos afirmar categóricamente, es que estos fondos tampoco escapan al doble conflicto de agencia.

1.3.3 *Hedge funds*[74]

Es necesario comenzar por decir que no existe una clara definición[75] de lo que es un hedge fund; «instead, they bare best defined by a set of common characteristics[76]». Siguiendo a la profesora de Derecho de Sociedades de la Universidad George Washington Lisa M. Fairfax, sus características principales son las siguientes: i) son vehículos de inversión que solicitan capital de determinados inversores que cumplen con unos requisitos de riqueza determinados (*accredited investors*); ii) Debido a esta razón no les es de aplicación la Investment Company Act de 1940, y por lo tanto escapan, en cierta forma, al control regulatorio de la SEC[77]. (No obstante, recientemente la Dodd-Frank les ha obligado a registrase en la Comisión, siempre que gestionen más de 150 millones de dólares, en virtud de una rule de 22 de junio de 2011[78]); iii) Están organizados por gestores profesionales que no solo suelen tener una participación personal importante en el fondo, sino que además cobran unas tarifas bastante altas, sobre la base del éxito o beneficio obtenido (cosa que no podrían hacer de estar sometidos a la Investment Company Act de 1940, ya que esta determina con absoluta precisión la forma e importes máximos de las tarifas a cobrar. En el caso de los hegde funds suele ser el 20 por ciento del mayor valor obtenido); iv) Habitualmente exigen al inversor un

---

business ties a fund company has, the less likely it is to vote in favor of shareholder proposals that are opposed by management».

[74] Véase Marcel Kahan, y Edward B. Rock, «Hedge funds in corporate governance and corporate control». *University of Pennsylvania Law Review* 155, nº 5 (2007): 1021; así como una reciente aproximación práctica a su actividad en la circular informativa del prestigioso despacho de abogados neoyorquino Watchell, Lipton, Rosen & Katz, «Corporate governance update: shareholder activism in the M&A context». *New York Law Journal* (marzo 2014). http://www.shareholderforum.com/appraisal/Library/20140327_NYLawJrnl.htm.

[75] Precisamente esta falta de definición, y por lo tanto de control, ha sido parte de su éxito.

[76] Fairfax, «Shareholder democracy»,54.

[77] Véase Lydie Nadia C. Pierre-Louis, «Hedge fund fraud and the public good», *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* XV (2009): 21, en el que pide una mayor regulación de estos fondos. Cfr. Franklin R. Edwards, «Hedge funds and investor protection regulation», *Bank of Atlanta Economic Review* Fourth Quarter (2006): 34, defiende la no necesidad de una mayor regulación; Soumyadri Chattopadhyaya , «The effectiveness of being invisible: hedge funds, hidden ownership and corporate governance», *European Company and Financial Law Review* 8 (2010): 305.

[78] Esta reforma tiene su origen, una vez más, en lo dispuesto en el título IV de la Dodd-Frank, y fue denominada «Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940». En el background o exposición de motivos, la SEC señala «Title IV [de la Dodd-Frank] repeals the "private adviser exemption" contained in section 203(b)(3) of the Advisers Act on which many advisers, including those to many hedge funds, private equity funds, and venture capital funds, rely in order to avoid registration under the Act». http://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3221.pdf.

compromiso de permanencia o «*lock up period*», de al menos dos o tres años. Además concentran mucho sus inversiones. Normalmente, en una o dos compañías, que detectan y que entienden que están mal gestionadas y por lo tanto, infravaloradas. Utilizan derivados para acrecentar su capacidad de voto, y realizan un activismo accionarial bastante proactivo. Para ello no dudan en pactar con otros inversores institucionales, también accionistas de la compañía buscando una colaboración que se denomina *wolf-pack*. Según un estudio de Klein y Zur[79] realizado sobre una muestra de 151 fondos de este tipo entre 2003 y 2005, determinaron que los hedge funds lograron un 60 por ciento de éxito en sus proclamados objetivos. Casi el 73 por ciento de los fondos que perseguían representación en el consejo tuvieron éxito; y el 100 por cien de los que pretendían recompra de acciones, sustitución del CEO, y el inicio del reparto de dividendo en metálico (recordemos que la gran mayoría de las empresas cotizadas en los Estados Unidos no reparten dividendo). Y el 50 por ciento fueron capaces de modificar la estrategia de la compañía, o acceder a una fusión propuesta[80]. La gran crítica que se les hace es que tratan de forzar una gestión exclusivamente en su beneficio a corto plazo, dañando por ello, muchas veces, el futuro de la sociedad en el largo plazo[81].

Se estructuran legalmente bajo la forma de una limited partnership y están gestionados por el *general partner* de la partnership, quien además es el fund investment adviser[82]. Como no son sociedades capitalistas, ni existe consejo, ni los partícipes son accionistas, no se aplica a sus consejeros las normas de independencia, ni el resto que hacen referencia a los deberes de los consejeros para con la sociedad (aunque sí se aplicará el deber de diligencia y lealtad contenido en el *common law*).

---

[79] April Klein y Emanuel Zur, «Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors», *Journal of Finance* 64 (2009): 187.

[80] Véase Alon Brav et al., «Hedge fund activism, corporate governance and firm performance», *Journal of Finance* 63 (2008): 1734, se comentan diversos estudios realizados tratando de determinar la influencia que, en determinados parámetros sociales tiene la actividad de los hedge funds. La conclusión de estos autores es la «positive market reaction to Hedge Fund intervention»; William W. Braton, «Hedge funds and governance targets», *Georgetown Law Journal* 95 (2007): 1375.

[81] Existe cierta discusión doctrinal sobre los efectos que la actuación de los hedge funds generan en las sociedades. Mientras que mayoritariamente la doctrina se muestra favorable a su actuación, como es el caso de Lucian A. Bebchuk, Alon Brav y Wei Jiang, «The long term effects of hedge fund activism», *Columbia Law Review* vol. 114 (forthcoming, 2015); Braton, «Hedge funds and governance targets» y Brav et al., «Hedge fund activism, corporate governance and firm performance»; Cfr. John Coffee Jr. y Darius Palia, «The impact of hedge fund activism: evidence and implications», ECGI *Law Working Paper* nº 266 (2014):80, se muestra bastante crítico con los resultados de su activismo al afirmar, tras un estudio que explican en este artículo, que reduce el horizonte de inversión de las compañías en las que entran, así como la inversión en investigación y desarrollo.

[82] Los cinco mayores hedge funds en Estados Unidos y patrimonio gestionado (en billones de dólares): Bridgewater Associates, 50,9 ; JPMorgan, 41,1; Paulson & Co., 31,0; Soros Fund Management, 27,0; Och-Ziff Capital Management Group, 25,3; CED, «Are institutional investors part of the problem or part of the solution», apendix I, 33.

1.4 ESTRUCTURA. EN PARTICULAR EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Tal y como hemos mencionado, cuando se adopta la forma societaria como vehículo jurídico sobre el que conducir el fondo, son pocas las peculiaridades que le separan del funcionamiento orgánico con respecto a cualquier otra sociedad. Realmente solo una: el peso de uno de los órganos societarios y la práctica intrascendencia del otro.

Por las razones que iremos descubriendo según vayamos avanzando en la exposición de esta materia, es el consejo de administración el órgano que debe concitar toda nuestra atención. Por el contrario, no existen particularidades con respecto a la actividad y régimen jurídico de la junta que demanden ni siquiera un breve comentario. Es más, la práctica nos muestra que este último es un órgano devaluado y casi sin capacidad decisoria.

1.4.1 Sobre su independencia

La Investment Company Act, exige que los mutual funds tengan como órgano de administración un consejo. En este caso, la función primordial del consejo, y en concreto de los consejeros «*desinterested*» o independientes, es velar para que el investment adviser cumpla con sus obligaciones escrupulosamente en beneficio del fondo, y por lo tanto de sus accionistas[83]. El Tribunal Supremo de los Estado Unidos les ha denominado los «*watch-dogs*» de la industria de los fondos[84]. Y aunque la ley de 1940, exigía como mínimo un 40 por ciento de consejeros independientes, la práctica nos enseña que al menos el 75 por ciento de los mismos lo son[85]. Los consejeros no independientes,

[83] Investment Company Institute (ICI), http://www.ici.org/pubs/faqs/ci.faq_fund_gov_idc.idc:

> *The federal securities laws impose significant responsibilities on mutual fund directors and on independent directors in particular. One of the board's most important statutory responsibilities is to annually evaluate and approve the fund's contract with the adviser (the advisory contract). Directors also must approve certain distribution plans (e.g., distribution plans commonly referred to as "Rule 12b-1 plans").*
>
> *The federal securities laws also specifically require directors to oversee, among other things:*
>
> - *Fair valuation determinations for certain securities held by the fund;*
> - *Voting of proxies for the fund's portfolio securities;*
> - *The compliance function, which includes approving written policies and procedures and the hiring and compensation of the fund's chief compliance officer; and*
> - *The process by which fund disclosure (including prospectuses) is prepared, reviewed, revised, and updated.*
>
> *Also, as part of its general oversight responsibilities, the board monitors various fund matters, including investment performance, risk management, custody of assets, and shareholder services.*

[84] Burks contra Lasker, 441 U.S. 471, 484 (1979), http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=US&vol=441&invol=471.

[85] Realmente este elevado número de consejeros independientes se debe al intento de la SEC por exigir ese 75 por ciento de independientes, aunque la norma que lo proponía fue finalmente anulada por la U.S Court

normalmente son un consejero, directivo, o accionista importante de la sociedad nombrada como investment adviser.

El importantísimo papel que los teóricamente «consejeros independientes» de las investment companies juegan es en parte, debido a la especial estructura de este tipo de sociedades[86]. A diferencia de una clásica sociedad, un fondo no tiene empleados propios. Sus directivos son contratados y pagados por el investment adviser del fondo (investment adviser que, como veremos, es a su vez, una compañía propiedad de otros accionistas y gestionada independientemente). El fondo confía en su investment adviser y otras filiales relacionadas (perdón por la tautología pero es necesario remarcar esta relación) con este, —que son, normalmente, las compañías que crearon, esponsorizaron, y lanzaron el fondo— para que le provean de servicios básicos, incluido el asesoramiento y distribución. El fondo, a través de su consejo de administración, contrata además con otros proveedores los servicios que necesita para cumplir con todas las exigencias legales y desempeñar su cometido con éxito, tal y como veremos en este capítulo.

Debido a esta estructura única, pueden surgir conflictos entre el fondo y el investment o fund adviser, ya que el interés del fondo no es siempre el mismo que el del adviser o asesor. El objetivo de un fund adviser, como el de cualquier sociedad capitalista, es maximizar su propio interés en beneficio de sus propietarios o accionistas (insistimos, diferentes a los del fondo). Por lo tanto, esta cuestión básica puede entrar en conflicto con su deber esencial de actuar en el solo interés del fondo y sus accionistas.

Para luchar contra estos evidentes conflictos, la ley requiere que la mayoría de los consejeros independientes apruebe el contrato que vincula al fondo con su adviser, que además nombren al auditor del fondo, y propongan y elijan, personas para cubrir las bajas de consejeros independientes que puedan surgir de la asignación del contrato de asesoramiento a una empresa determinada, es decir, que dejen de serlo en relación con el fund adviser elegido. También se requiere que los consejeros independientes aprueben: el pago de honorarios según lo dispuesto en la rule 12b-1 de la ley; las operaciones con sociedades participadas, así como determinar el importe del bono de fidelidad. Cada uno de estos deberes y responsabilidades es vital para el correcto funcionamiento del fondo, y

---

of Appeals for the district of Columbia (aduciendo que la SEC no había cumplido con la exigencia relativa al impacto económico que las medidas propuestas podrían acarrear), lo cierto es que la industria de los fondos la «adoptó» de hecho. Véase Stephen Ferris y Xuem Yan, «Do independent directors and chairmen matter? The role of boards of directors in mutual fund governance», *Journal of Corporate Finance* 13 (2007): 392; Y la sentencia en http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F3/412/133/544710/.

[86] Véase transcripción de las intervenciones que se realizaron en la mesa redonda organizada por la SEC, el 23 de febrero de 1999, bajo el título de «The Role of independent investment company directors», SEC https://www.sec.gov/divisions/investment/roundtable/iicdrndt1.htm.

para la protección de sus accionistas. Además de los requerimientos de la legislación federal[87], los consejeros deberán cumplir con los estándares de diligencia exigidos por la legislación de los diferentes Estados, al igual que cualquier otro miembro del consejo de una sociedad que no sea un fondo. Específicamente, los directores están sometidos a los deberes de diligencia y lealtad. El deber de diligencia exige que los consejeros actúen de buena fe, y con el grado de diligencia que un ordenado empresario utilizaría en el mismo supuesto. El deber de lealtad exige que los consejeros desempeñen sus funciones en interés del fondo, y no en interés propio o de otra persona u organización.

Tal y como funciona esta industria, el sponsor o sociedad que promueve la captación de los inversores necesarios para que con sus aportaciones se pueda constituir el fondo, normalmente son grandes «conglomerados[88]» financieros (bancos, compañías de seguros, o sociedades que de forma exclusiva se dedican a esta labor: el ya citado Vanguard, u otros, como Berkshire Hathaway o Blackrock, por citar los más grandes). Esta entidad financiera es la que «nombra» a estos «independent directors». No hace falta que digamos que aunque los mismos no tengan ninguna relación con la sociedad sponsor (que es la misma que ofrece los servicios de investment adviser), nunca nombrarán a una persona que sepan *a priori* que les pueda causar problemas[89]. Y aunque los accionistas tienen la facultad de reelegir anualmente a estos consejeros, lo cierto es que, en este caso y dado el nulo activismo accionarial, tal y como ya hemos expuesto, resulta casi imposible la no reelección de los consejeros independientes propuestos por los creadores del fondo[90]. En resumen, y tal y como dice Warburton, lo que deberían haber sido *watchdogs* se han convertido en «*sleeping dogs*». En este sentido, también Manges señala, «and this "independent" adviser has typically played a leading role in establishing the fund and will continue to dominate the fund's operations and policies through control of the fund's board

[87] El principio fundamental de la Investment Company Act es que los propietarios del fondo son sus accionistas y así su preámbulo (*Findings and declaration of policy*) señala en favor de que intereses no tienen que gestionarse el fondo: «national public interest and the interest of investors are adversely affected – (2) when investment companies are organized, operated, managed, or their portfolio securities are selected, in the interest of directors, officers, investment advisers, depositors, or other affiliated persons thereof, in the interest of underwriters, brokers, or dealers, in the interest of special classes of their security holders, or in the interest of other investment companies or persons engaged in other lines of business, rather than in the interest of all classes of such companies' security holders»; Investment Company Act. 1940. Secc.1. (b) (2). http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf.

[88] En el original «*conglomerates*», que utilizaremos como equivalente a la expresión legal española «grupo» por entender que es una expresión que capta mejor la realidad de estos.

[89] Además, las generosas remuneraciones, sin duda contribuirán a la existencia de consejeros «silentes» por miedo a que una actitud demasiado independiente ponga en peligro su propuesta de reelección.

[90] Warburton, «Should funds be corporations?»: 751.

of directors[91]». Por lo tanto, «The investment adviser thus serves two masters[92]». Veremos a continuación como esta doble lealtad va a causar innumerables problemas. Si además de esto, sumamos la circunstancia de que a los consejeros «no independientes» los elije el «conglomerado», podemos afirmar que las negociaciones entre el fondo y el adviser encaminadas a la firma del contrato de asesoramiento, no siempre se realizan con la debida independencia y objetividad.

1.4.2 Sobre su configuración

Los fondos suelen agruparse por familias, es decir, los sponsors o adviser companies que los promocionan, normalmente los concentran de alguna forma con el objeto de prestar a todos ellos servicios desde una plataforma centralizada, y de esta forma abaratar los costos. A esta lógica no escapa tampoco el consejo de administración. Y así el 82 por ciento de los complejos, o familias de fondos tienen un único consejo que controla a todos los fondos del grupo. Por el contrario, algunos grupos (especialmente los que incorporan un mayor número de fondos) han adoptado una «*cluster structure*», en la que existen diferentes consejos dentro del grupo, cada uno de ellos controlando a un número determinado de fondos[93]. El número medio de consejeros es de ocho por consejo, siendo seis de los mismos independientes[94], por lo que se cumplen los ratios —indirectamente requeridos por la SEC— del 75 por ciento de independientes. En cuanto a la frecuencia de las reuniones del consejo, de forma un tanto sorprendente, se señala lo siguiente: que el 63 por ciento de los consejos se reúnen cuatro veces al año. Que el 27 por ciento, cinco o seis

[91] Manges, «The Investment Company Amendments Act of 1970»: 932; Véase Fisch que a este respecto señala:

> The utility of applying these corporate governance mechanisms to the mutual fund context is unclear. Many commentators have argued that the mutual fund board is worthless because it has no effective power over the investment advisor. In an operating company, the board's power to monitor management is premised on the board's statutory authority to hire and fire the CEO and other executives. In recent years, boards have increasingly exercised this power to remove underperforming CEOs. Although mutual fund directors can, in theory, terminate the advisory contract pursuant to their authority under the ICA, such a decision is of little practical value because it effectively terminates the fund. The advisor provides all the operational components of the mutual fund; without it, the fund is simply a pool of assets. The absence of an effective mechanism for influencing the advisor's behavior imposes a critical limit on a director's ability to act as an effective fiduciary. Jill E. Fisch, «Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries», University of Pennsylvania Law Review, 158 (2010), 2011.

[92] Bogle, *The clash of the cultures*, 70. El gigante Vanguard (creado por el prestigioso e influyente inversor John C. Boole) fue el primero que incorporó el que los accionistas de los fondos, lo fueran también de los investment advisers, que los gestionaba. En todo caso es una fórmula minoritaria. Vanguard https://about.vanguard.com/who-we-are/.

[93] Véase estudio realizado por Independent Directors Council e Investment Company Institute, «Overview of fund governance practices, 1994-2012», http://www.idc.org/pdf/pub_13_fund_governance.pdf.

[94] Ibíd., 7.

(sospechamos que más cinco que seis) y el restantes siete o más[95]. El 62 por ciento de los consejos tienen un presidente independiente y un 28 por ciento, un *lead director*, siendo su principal función en este ámbito, la de servir de puente o nexo de unión entre los consejeros y el adviser[96]. Podemos apreciar cómo, también los mutual funds, cada vez exigen en mayor porcentaje que sus consejeros adquieran determinado número en acciones del fondo (o inversión obligatoria en dólares). En 2013, un 30 por ciento de ellos lo exigían y otro treinta, lo recomendaba[97]. Finalmente, y en un intento por mostrar la supuesta independencia de los consejeros, podemos reseñar que el 54 por ciento de los consejeros independientes tienen un *counsel* o asesor jurídico distinto al del fondo[98].

1.5 PRINCIPIOS RELATIVOS A LA ACTIVIDAD

Incardinados en la estructura y regulación de los mutual funds, y otras sociedades de inversión, existen varios principios esenciales, cuyo objetivo es otorgar protección a sus accionistas. Estos son, según el «2014 Investment Company Fact Book[99]» editado por el poderoso «Investment Company Institute[100]», los siguientes:

1.5.1 Transparencia

Los fondos están sometidos a un régimen de publicidad superior al de cualquier otro producto financiero. La piedra angular de este régimen es el «prospecto[101]» o folleto. A través de este, los fondos están obligados a informar, de forma actualizada, sobre los datos esenciales del fondo, incluidos sus objetivos y estrategias de inversión, riesgos, tarifas, gastos, y resultados, incluida la forma en la que, en su caso, comprará, rescatará e intercambiar acciones.

---

[95] Ibíd., 8.
[96] Ibíd., 11.
[97] Ibíd., 12.
[98] Ibíd., 16.
[99] http://www.icifactbook.org/fb_appa.html,
[100] Véase http://www.ici.org/. Según el propio ICI, «The Investment Company Institute (ICI) is a leading global association of regulated funds, including mutual funds, exchange-traded funds (ETFs), closed-end funds, and unit investment trusts (UITs) in the United States and similar funds offered to investors in jurisdictions worldwide. ICI seeks to encourage adherence to high ethical standards, promote public understanding, and otherwise advance the interests of funds, their shareholders, directors, and advisers. ICI's U.S. fund members manage total assets of $17.9 trillion and serve more than 90 million U.S. shareholders. Members of ICI Global, the international arm of ICI, manage total assets of $1.5 trillion».
[101] «*Prospectus*», en su significado dado por la Investment Company Act, sección 2(a) (31) «means a written prospectus intended to meet the requirements of section 10(a) of the Securities Act of 1933 and currently in use. As used elsewhere, ''prospectus'' means a prospectus as defined in the Securities Act of 1933».

La ICA exige a las sociedades de inversión registrarse de acuerdo con lo dispuesto en la sección 8[102] de la ley. Recordemos que este registro ante la SEC (que es diferente del exigido para cualquier emisión de acciones por la Securities Act de 1933), es especialmente requerido para las acciones que ofrece al público una sociedad de inversión. Para facilitar este doble registro se ha desarrollado el formulario o modelo N-1A[103] dividido en dos secciones a estos efectos. En él, se demanda información sobre las políticas y técnicas de inversión que el fondo entienda que son fundamentales para la comprensión de sus objetivos, así como su fórmula de gestión[104]. La modificación de estos objetivos y políticas, solo puede hacerse a través de votación en junta general, precisamente para evitar que el adviser pueda alterarlos unilateralmente en provecho propio o ajeno.

Se les exige realizar «Statements of aditional Information» (SAIs), a disposición de los inversores, previa solicitud y sin cargo alguno para estos. Esta información a veces es útil para determinados tipos de inversores, aunque no es esencial para poder adoptar una decisión de inversión debidamente informada. Además la rule 8b 16 de la ICA exigen la actualización periódica de los datos iniciales ofrecidos por los fondos.

Los fondos han de proveer a sus accionistas con otros documentos explicativos, como son un informe anual auditado, y otro semestral no auditado. Además después del primer y tercer trimestre, deben presentar en la SEC, el modelo N-Q, informando sobre todas las inversiones de su cartera. Así mismo, y anualmente, informan cómo han votado en determinadas materias (en las juntas de sus sociedades participadas), a través del modelo N-PX. Los fondos son los únicos accionistas a los que se les exige informar sobre el sentido de cada voto que emiten, aunque no obligatoriamente tienen que votar

[102] Sección 8. (a) «Any investment company organized or otherwise created under the laws of the United States or of a State may register for the purposes of this title by filing with the Commission a notification of registration, in such form as the Commission shall by rules and regulations prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. An investment company shall be deemed to be registered upon receipt by the Commission of such notification of registration. En el apartado (b) se especifica la información que debe acompañar al "registration statement"».

[103] http://www.sec.gov/about/forms/formn-1a.pdf. Amplísimo formulario de sesenta y cuatro páginas dividido en dos secciones principales, «*Part A:Information required in a Prospectus*» y la «*Part B: Information required in a statement of additional information*».

[104] Algunas de ellas son:

> *(A) the classification and subclassifications, as defined in sections 4 and 5, within which the registrant proposes to operate; (B) borrowing money; (C) the issuance of senior securities; (D) engaging in the business of underwriting securities issued by other persons; (E) concentrating investments in a particular industry or group of industries; (F) the purchase and sale of real estate and commodities, or either of them; (G) making loans to other persons; and (H) portfolio turn-over (including a statement showing the aggregate dollar amount of purchases and sales of portfolio securities, other than Government securities, in each of the last three full fiscal years preceding the filing of such registration statement).*

en todo caso. Expresamente en el *Staff Legal Bulletin No. 20* (IM/CF) se señala «the investment adviser and its client have flexibility in determining the scope of the investment adviser obligation to exercise proxy voting authority[105]».

La combinación de todo ello, provee al público en general, al regulador, a los medios, y a otras partes interesadas, de una completa información sobre los fondos, comparable a otro tipo de inversión.

1.5.2 Valoración diaria y liquidez

Como sabemos, los close end funds cotizan en los mercados de capitales (directamente), por lo que sus accionistas tienen una valoración de los mismos en todo momento. En los open end funds sus acciones son rescatables (las compra el propio fondo) diariamente, a un precio que refleja el valor de mercado de la cartera de valores del fondo, calculado de acuerdo con metodologías de valoración establecidas por el consejo de cada fondo.

Este proceso de valoración diaria tiene una transcendencia importantísima para el fondo. El Net Asset Value (NAV) representa el valor de mercado de los activos, menos los pasivos, y dividido entre el número de acciones que tienen emitidas el fondo. Los mutual funds comunican su NAV diariamente a los inversores y terceros, después de haber realizado o completado el proceso de valoración, generalmente sobre las seis de la tarde (eastern time, u hora costa este).

1.5.3 *Oversight and accountability*

Todos los fondos están sometidos a un sistema de control, tanto interno como externo. Entre los internos, destacamos la existencia de consejos de administración, que han de estar mayoritariamente integrados por consejeros independientes, quienes son los que tienen que aprobar los contratos con los investment advisers[106]; así como programas escritos supervisados por el CCO (*Chief compliance*

[105] SEC, https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm. Este *Staff Bulletin* de 30 de junio de 2014, titulado «Proxy voting responsabilities of investment advisers and availability of exemptions from the proxy rules for proxy advisory firms», tal y como indica, es una guía y no una rule o norma.

[106] En la SEC 15 de ICA, se regula esta materia,

> *SEC. 15. (a) It shall be unlawful for any person to serve or act as investment adviser of a registered investment company, except pursuant to a written contract, which contract, whether with such registered company or with an investment adviser of such registered company, has been approved by the vote of a majority of the outstanding voting securities of such registered company, and—*
> *(1) precisely describes all compensation to be paid there under;*

Officer), tanto a nivel del propio fondo como de sus advisers. El control externo proviene de la SEC[107], la Financial Industry Regulatory Association (FINRA), y de proveedores de servicios externos, como es el caso de los auditores.

Desde el año 2003 se requiere que cada fondo y su adviser, tengan un CCO que debe desarrollar un programa de *compliance*, razonablemente ideado para prevenir, detectar y corregir violaciones de las leyes federales. Estos programas de cumplimiento deben ser revisados anualmente, teniendo los CCO la obligación de reportar directamente a los consejeros independientes.

1.5.4 Límites de endeudamiento

La ley impone rígidas limitaciones en lo referente a la emisión de deuda por parte del fondo, así como de la posibilidad de que tome prestado dinero de una entidad financiera.

En la sección 18 de la ICA, la ley limita la emisión de deuda que supondría algún tipo de privilegio para sus titulares en el caso de que el mutual fund solicitase concurso de acreedores. Así mismo, y para el caso de que solicite un préstamo a una entidad financiera, debe de tener activos que cubran en un 300 por ciento la suma solicitada.

1.5.5 Custodia

---

(2) shall continue in effect for a period more than two years from the date of its execution, only so long as such continuance is specifically approved at least annually by the board of directors or by vote of a majority of the outstanding voting securities of such company;
(3) provides, in substance, that it may be terminated at any time, without the payment of any penalty, by the board of directors of such registered company or by vote of a majority of the outstanding voting securities of such company on not more than sixty days' written notice to the investment adviser; and
(4) provides, in substance, for its automatic termination in the event of its assignment.
https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf.

Véase, a este respecto, sanción impuesta a un fund adviser, y a varios consejeros del fondo, por no haber cumplido con sus obligaciones de evaluación de las condiciones del contrato entre el adviser y el fondo. http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-124.html.

[107] La División de Investment Management de la SEC, tiene la responsabilidad de vigilar el cumplimiento de las «*securities laws*» que afecten a las sociedades de inversión. La actuación de la SEC en relación con aquellas sociedades, se puede concretar en «rulemakings, exemptive orders, enforcement actions» y la solicitud de «no action letters». Además la SEC tiene la facultad de inspeccionar los libros y archivos de las sociedades de inversión (Sección 31. A-1). Si en su análisis detecta alguna posible infracción, puede abrir una investigación (Sección 42. (b) con el objeto de determinar, en su caso, la existencia de infracciones. Si existen, y atendiendo a la gravedad de las mismas, deberá, bien abrir un procedimiento administrativo (Sección 9 (b), bien realizar una denuncia ante los tribunales federales (Sección 49 de la ICA).

Para proteger los activos del fondo, la Investment Company Act requiere a todos los fondos que mantengan una estricta custodia de los activos, separados totalmente de los activos del adviser. Aunque se admiten diversas posibilidades, casi todos los fondos utilizan a un banco como custodio.

1.5.6 Prohibición de operaciones vinculadas

Prohibición de operaciones entre el fondo e *insiders*, y el fondo y alguna filial u organización vinculada a este.

1.5.7 Diversificación

En relación con este aspecto, la sección 5 de la ley clasifica a los fondos como «*diversified*[108]» y «*nondiversified*»[109]. Si quieren (sus sponsores) que sea clasificado como «diversified», tendrá que invertir sus recursos en valores de varios emisores. Divide la inversión en dos grupos distintos. Uno representará el 75 por ciento de los activos del fondo, y el otro el 25 por ciento restante. Con respecto a los activos que han de conformar el primer grupo, la ley dice que han de ser «cash and cash items (including receivables), Government securities, securities of other investment companies, and other securities for the purposes of this calculation limited in respect of any one issuer to an amount not greater in value than 5 per centum of the value of the total assets of such management company and to not more than 10 per centum of the outstanding voting securities of such issuer». Es decir, no podrá adquirir nunca más del 5 por ciento de sus activos en valores de una misma compañía, y tampoco tener más del 10 por ciento de las acciones con derecho a voto de un mismo emisor. El grupo del 25 por ciento restante, no está limitado por estas restricciones.

En la práctica, la inmensa mayoría de los fondos ha optado voluntariamente, por incrementar estas ratios de diversificación. Podemos añadir que la media de sociedades en las que están invertidos los *equity funds* en los EE.UU es de noventa y ocho[110].

Lógicamente la ICA impone una serie de exigencias con respecto al tipo, calidad y porcentajes de sus recursos, que el mutual fund puede invertir en un mismo activo. La ley exige información clara sobre el tipo de política de inversión que seguirá el fondo, y limita los cambios en la misma. Se restringen bastante las inversiones en brokers-

[108] Investment Company Act, sección 5 (b) (1).
[109] Ibíd., sección 5 (b) (2).
[110] Annual Fact book de 2014, apéndice, 224. ICI, https://www.ici.org/research/stats/factbook.

dealers, aseguradores, «advisers y otras sociedades de inversión[111]». Existen otras restricciones con el objeto de garantizar la liquidez y diversificación de la inversión que el fondo realizará. Aunque el término «liquidez »no está definido en la ICA.

1.6 OTROS SUJETOS PARTÍCIPES

Tal y como estamos repitiendo, y a diferencia de una corporation o sociedad «típica», un mutual fund no opera con su propio personal. Normalmente, contratan con asesores de inversión (gestores), aseguradores, colocadores y otros, que les suministran los servicios requeridos. Todas estas compañías (casi todas configuradas bajo la forma de sociedad), muchas veces, están vinculadas unas con otras, y son las que conciben, promueven y constituyen el fondo. Haremos un rápido repaso de las más importantes.

1.6.1 *Sponsor*

El sponsor es la entidad, normalmente una sociedad de inversión, que idea el fondo y promueve la captación del dinero, otorgándole las características económico-financieras necesarias para su más fácil colocación entre el sector de inversores a los que va dirigido. Su negocio es la gestión de los mismos a través de los investment adviser.

1.6.2 *Investment adviser*

El investment adviser[112] (también fund adviser y asset manager, aunque Celik los distingue) es, normalmente, un tercero que pertenece a un conglomerado de

[111] Investment Company Act, sección 12 (d) (3). «It shall be unlawful for any registered investment company and any company or companies controlled by such registered investment company to purchase or otherwise acquire any security issued by or any other interest in the business of any person who is a broker, a dealer, is engaged in the business of underwriting, or is either an investment adviser of an investment company or an investment adviser registered under title II of this Act».

[112] Sección 202 (11) de la Investment Adviser Act.,

> *''Investment adviser'' means any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities; but does not include (A) a bank, or any bank holding company as defined in the Bank Holding Company Act of 1956, which is not an investment company, except that the term ''investment adviser'' includes any bank or bank holding company to the extent that such bank or bank holding company serves or acts as an investment adviser to a registered investment company, but if, in the case of a bank, such services or actions are performed through a separately identifiable department or division, the department or division, and not the bank itself, shall be deemed to be the investment adviser; (B) any lawyer, accountant, engineer, or teacher whose performance of such services is solely incidental to the practice of his profession; (C) any broker or dealer whose performance of such services is solely incidental to the conduct of his business as a broker or dealer and who receives no special compensation therefor; (D) the publisher of any bona fide newspaper, news*

sociedades encabezado por el sponsor. Su función principal es la supervisión y gestión de los activos del fondo con el objetivo de obtener, a través de una acertada política de inversiones, la máxima rentabilidad para sus accionistas. Esto hará que otros inversores atraídos por el reclamo de esta buena rentabilidad, aporten sus ahorros a otro fondo promovido por la misma entidad o sponsor: a mayor inversión captada, mayor retribución; ya que por este trabajo el investment adviser cobra una tarifa sobre los activos netos del fondo (un tanto por ciento).

Dependiendo del volumen de los activos, estos pueden estar gestionados por un único gestor de cartera, o por más de un profesional, en cuyo caso se dice que el fondo está gestionado «*by committee*». Puede existir un «*trading desk*» que tiene como objeto gestionar con los brokers o dealers más adecuados las órdenes de compra y venta de los activos determinadas por los advisors. Además, cabe la posibilidad de la denominada «*manager of manager structure*», en la que un adviser supervisa uno o más *subadvisers*, contratados por él, y que responden ante él. Cada uno de ellos estará al cargo de una sección del fondo, atendiendo la división en secciones a criterios de tipo de activo financiero, sectores industriales e incluso a razones geográficas.

Ahora bien, existen por el contrario, otros mutual funds (como por ejemplo, el caso del citado gigante Vanguard[113]) que son gestionados por personal propio, no contratando terceras compañías[114].

Pero dicho esto, ¿cómo hemos llegado hasta aquí?, ¿cómo es posible que contrate el fondo —a través de su consejo de administración— su gestión con un tercero que tiene

---

magazine or business or financial publication of general and regular circulation; (E) any person whose advice, analyses, or reports relate to no securities other than securities which are direct obligations of or obligations guaranteed as to principal or interest by the United States, or securities issued or guaranteed by corporations in which the United States has a direct or indirect interest which shall have been designated by the Secretary of the Treasury, pursuant to section 3(a)(12) of the Securities Exchange Act of 1934, as exempted securities for the purposes of that Act; (F) any nationally recognized statistical rating organization, as that term is defined in section 3(a)(62) of the Securities Exchange Act of 1934, unless such organization engages in issuing recommendations as to purchasing, selling, or holding securities or in managing assets, consisting in whole or in part of securities, on behalf of others;; [1] (G) any family office, as defined by rule, regulation, or order of the Commission, in accordance with the purposes of this title; or (H) such other persons not within the intent of this paragraph, as the Commission may designate by rules and regulations or order.

https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf.

[113] Véase https://investor.vanguard.com/corporate-portal. Este fondo, precisamente, vende como elementos diferenciadores de su filosofía, el que al ser los gestores del fondo «de la casa», pueden aplicar unas tarifas hasta un «83% lower fees» y además mirar solo en el beneficio de sus partícipes.

[114] «In contrast to this traditional organization structure – in which the funds are essentially corporate shells – is the mutual structure one in which the funds actually own the management company, which then operates on an at –costs basis. Here, the officers and directors of the management company, creating substantial advantages for the funds shareholders». Bogle, *The class of the cultures*, 127.

sus propios accionistas, y por ello un evidente conflicto de intereses? Para comprenderlo en sus justos términos, es necesario hacer mención a otro cambio operado en la estructura jurídica de los advisers que ha tenido, innegablemente, una repercusión brutal en las relaciones y conflictos de intereses entre los fund advisers y los fondos por ellos gestionados. En palabras de Bogle, «a perverse metamorphosis from private ownership of fund management companies to public ownership[115]».

Las primeras fund management o fund adviser corporations, en el inicio del siglo XX, eran propiedad de los profesionales que trabajaban en ellas, bajo la forma jurídica de una limited partnership o sociedad colectiva. Pero el crecimiento asombroso de este negocio, sobre todo tras la Segunda Guerra Mundial, hizo —de nuevo en palabras de este reconocido financiero— «the temptation to acquire fund managers irresistible». Por un lado, se empezaron a pagar sumas astronómicas por esos florecientes negocios, lo cual hizo que los socios-trabajadores de muchas de ellas organizaran IPOs con el objeto de colocar una mayoría del capital de las mismas a través de su salida a bolsa. Y por otro, con el paso de los años, y en un proceso de concentración vertiginoso, las grandes firmas de este sector fueron adquiridas por sociedades de inversión cotizadas, por lo que aquellas pasaron a ser, a su vez, compañías cotizadas con gran número de accionistas. Ni que decir tiene que las compañías que las compraron, lo hicieron con el objetivo de obtener el máximo retorno o interés por el capital en ellas invertido, «incluso a costa del capital a ellos confiado por los inversores del fondo» (ibíd., 119). En resumen, este tipo de actividad paso de ser propiedad de un reducido número de socios-trabajadores con independencia de criterio y de gestión, a estar controladas por gigantes financieros cuyo único objetivo (lógicamente) es el sacar la mayor rentabilidad posible a la inversión.

Podemos por tanto afirmar, que un fund adviser está frecuentemente en una posición desde la que domina el consejo, debido tanto al monopolio que ejerce sobre la información, como por su capacidad para controlar su agenda. El consejo, es «teledirigido» por el sponsor inicial para que contrate, precisamente a un fund adviser perteneciente a su «conglomerado» de sociedades. Esto ha sido así desde el origen de los investment trusts y los mutual funds. En teoría, el consejo puede no renovar el contrato a la sociedad de asesoramiento, pero esto rara vez ocurre y cuando ocurre se le denomina en la industria de los fondos la «*nuclear option*». Los mutual funds son cautivos de sus

[115] Ibíd., 116.

creadores[116]. John Bogle sostiene que esta estructura de los mutual funds, da a los investment advisors un dominio casi total sobre los accionistas del fondo[117].

1.6.3 *Subadvisers*

Tal y como se desprende de su denominación, los subadvisers son expertos gestores a los que algunas veces deben contratar (subcontratar, podríamos decir) los adviser para la más eficaz administración de unos activos que, por su peculiar estructura, características, ámbito geográfico o cualquier otra causa, requieren de una especialización *ad hoc* (pensemos en inversiones en futuros sobre el precio del oro, sobre el trigo en un continente determinado, índices relacionados con el petróleo, el transporte, la industria farmacéutica, o una divisa determinada).

1.6.4 *Administrator*

El «*administrador*» provee el personal administrativo, el material de oficina e informático, así como la adecuada contabilización de las operaciones realizadas y necesarias para la correcta gestión de los activos del mutual fund. Aunque normalmente estas actividades «menores» las realiza el investment adviser, algunas veces se subcontrata a empresas especializadas en estos servicios.

1.6.5 *Underwriter* o *distributor*

Excepto cuando un fondo actúa como su propio underwriter[118] (o asegurador) —que no es lo normal—, las acciones de una compañía de inversión, son

[116] Véase Caroline J. Dillon, «Do you get what you pay for? A look at the high fees and low protection of mutual funds», *Columbia Business Law Review* (2006): 288, «The boards negotiating power is so limited that the investment adviser essentially can dictate the terms of the advisory agreement»; William A. Birdthistle, «Compensation power: an analisys of rents and rewards in the mutual funds industry», *Tulane Law Review* 80 (2006): 1448, en el que de igual forma se describe la falta de poder efectivo consejo sobre los advisers.

[117] Taub, «Able but not willing», 112; cita al senador republicano por Illinois, Peter G. Fitzgerald (R), quien afirma «the governance structure of a typical mutual fund is a study in institutionalized conflict of interest. Until we eliminate the conflicts, many mutual funds will continue to engage in behavior that benefits fund managers at the expense of fund shareholders». Ibíd., 116.

[118] Sección 202 (20) de la Investment Advisory Act lo define como:

> *''Underwriter'' means any person who has purchased from an issuer with a view to, or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking; but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer not in excess of the usual and customary distributor's or seller's commission. As used in this paragraph the term ''issuer'' shall include in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer.*

colocadas entre los inversores a través de un broker o dealer (debidamente inscrito en la SEC de acuerdo con lo dispuesto en la Securities Exchange Act de 1934) que se comprometen, contra el pago de una comisión a colocar la totalidad de la emisión o una parte de ella. Por esto se les denomina también aseguradores, ya que si no son capaces de dar salida a todas las acciones que se obligaron a colocar, serán ellos los que se tengan que hacer cargo de ellas. También se les denomina distribuidores, cuando no cumplen esta función aseguradora.

1.6.6 *Custodian*

Una exigencia lógica de la Investment Company Act es que los activos en los que ha invertido el mutual fund el dinero captado de los inversores, esté a salvo de posibles apropiaciones del personal con acceso al mismo. Para ello la Ley exige que tanto el líquido, como los valores y cualquier otro instrumento financiero en el que se haya invertido, estén debidamente depositados en un «custodian» que cumpla determinados requisitos. Lo normal es que lo sean bancos, aunque la Act de 1940 permite que lo sean los propios fondos, e incluso broker-dealer, siempre que reúnan ciertas condiciones.

1.6.7 *Transfer agent* (agente pagador).

Existen compañías especializadas en el control de los archivos de las acciones emitidas y rescatadas (o recompradas), así como en realizar el trabajo de envío físico de las transferencias y cheques que, como sabemos, es un medio de pago que aún goza de mucha salud en los EE.UU. En palabras de la SEC[119] : «Transfer agents record changes of ownership, maintain the issuer's security holder records, cancel and issue certificates, and distribute dividends. Because transfer agents stand between issuing companies and security holders, efficient transfer agent operations are critical to the successful completion of secondary trades. Section 17A(c) of the 1934 Act requires that transfer agents be registered with the SEC, or if the transfer agent is a bank, with a bank regulatory agency».

1.6.8 Los auditores independientes

[119] SEC, http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrtransfer.shtml.

Por supuesto que los estados financieros de los mutual funds deben ser auditados, teniendo que ser depositado el documento que recoja el resultado de la auditoría en la SEC.

1.6.9 *Legal counsel*

Es el asesor jurídico del fondo, y asesora en derecho sobre un amplio elenco de materias que van desde el cumplimiento de los requisitos exigidos para la emisión de acciones, hasta mediar entre los posibles conflictos de intereses que pudieran surgir entre el fondo y el investment adviser. En algunas ocasiones, y con el objetivo de salvaguardar la independencia de su criterio, los consejeros independientes tienen su propio legal counsel distinto al del fondo o su conglomerado.

1.6.10 *Chief compliance officer*

Esta es una figura introducida en 2003 por la SEC a través de la rule 38a-1[120], que exige que cada fondo nombre a una persona como Chief Compliance Officer[121] (CCO), que será el responsable de diseñar y ejecutar la política y procedimientos de cumplimiento regulatorio, es decir, de cumplimiento de lo dispuesto por la legislación federal que, en esta materia es la que tiene casi todas las competencias. La SEC exige que dentro de la empresa tenga orgánica y funcionalmente, la suficiente autoridad como para obligar al cumplimiento de sus políticas al resto de la dirección de la compañía. La disposición le exige actuar con independencia del management de la sociedad, entregar un informe cada año al consejo, y reunirse, al menos una vez al año, con los consejeros independientes. Aunque estas exigencias tratan de preservar su independencia, creemos que la misma quedaría viciada de origen si no se prohíbe que el CCO sea un empleado del investment adviser (cosa que no ocurre). Podemos decir que pese a su «juventud», es una figura emergente que está siendo muy demandada, siendo decenas las universidades y escuelas de negocios que hoy en día ofrecen cursos de formación en materia regulatoria. Aunque inicialmente fueron requeridos por empresas de sectores altamente regulados como las financieras, las energéticas o las farmacéuticas; es una figura en clara expansión[122].

[120] Que entró en vigor el 5 de febrero de 2004. SEC, Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers. SEC, https://www.sec.gov/rules/final/ia-2204.htm.
[121] Chief Compliance Officers, http://www.chief-compliance-officer.org/.
[122] Véase Millman, G.J. y Rubenfeld, S., «The hottest job in America. Compliance officer: a dream career?», *Wall Street Journal*, http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303330204579250722114538750 (15 de enero 2014), en el que se expone la altísima demanda de profesionales formados para el cumplimiento de estas

No deja de llamarnos la atención, una vez más, los innumerables conflictos de intereses que pueden darse en esta maraña de relaciones entre el fondo y cualquiera de estos colaboradores. Colaboradores muchos de ellos pertenecientes al mismo grupo o conglomerado (utilizando el anglicismo) de sociedades. Como certeramente apunta John Bogle, el fundador del gigante Vanguard, y por lo tanto conocedor como nadie de esta industria, «where else in corporate America is there a parallel to the control of a series of gigant publicly held corporations (the mutual funds themselves) by a relatively small outside firm (the management company) —with its own separate group of shareholders— whose principal business is providing those giant corporations with all of the services required to conduct their affairs? As far as I can tell, nowhere else in the corporate world does such a perverse and counterintuitive structure exist[123]». Si a esto le sumamos la más que discutida supuesta independencia de los consejeros «independientes» que han de ser mayoría en el consejo de administración del fondo, nos encontramos con un panorama realmente desolador.

2. LOS FONDOS[124] Y EL «*DOUBLE AGENCY CAPITALISM*»

Entendemos que tiene sentido el dividir los posibles conflictos de intereses en los que pueden incurrir los fondos, debido a su peculiar estructura y configuración en los Estados Unidos, en dos grandes grupos. En el primero de ellos, al que denominaremos *ad intra*, agruparemos los relacionados con el funcionamiento del fondo hacia el interior; es decir, los que pueden surgir entre el propio fondo, representado por el consejo, y sus advisers y subadvisers. Y en segundo lugar, lo que hemos denominado *ad extra*, es decir los conflictos que surgen entre el propio fondo y la sociedad en la que eventualmente hayan invertido. Como veremos surgirán innumerables posibilidades de conflictos, a las cuales el legislador trata de poner coto a través de un complicado sistema de publicidad, prohibiciones y obligaciones formales.

---

tareas; «Compliance risk is an inevitable part of business. The Risk Intelligent CCO is responsible for managing that risk so as to keep it within the company's comfort zone ("tolerance"). To do this, he or she uses a Risk Intelligent compliance approach designed to give leaders a high level of insight into and control over the company's compliance obligations, risks, and controls, allowing them to align compliance efforts and investments with business priorities». Deloitte, «The risk intelligent chief compliance officer, http://deloitte.wsj.com/riskandcompliance/files/2013/04/us_grm_riskintelligentcco_050812.pdf (2012): 7.

[123] Bogle, *The clash of the cultures*, 70.

[124] Queremos volver a recalcar que dada la heterogeneidad de los llamados «Inversores Institucionales», como ya hemos puesto de manifiesto en este capítulo, realizaremos la exposición de este apartado utilizando como modelo los mutual funds. Creemos que la deseada claridad expositiva así lo requiere.

2.1 *AD INTRA*. CONTROL DEL PROXY VOTING QUE DEBE REALIZAR EL MUTUAL FUND

La evidente posibilidad de estos conflictos «a varias banda, hizo que la SEC reaccionase en defensa de los intereses de los inversores individuales (los «consumidores» de estos productos) aprobando la Disclosure of proxy voting policies and proxy voting records by registered management investment companies rule[125]; la Proxy voting by investment advisers rule[126], y la Compliance programs of investment companies and investment advisers rule[127]. Todas ellas tenían como objetivo, principalmente a través de la puesta en marcha de una política de información completísima, la erradicación de diversas prácticas y actuaciones interesadas que «have harmed the funds, their management organizations, and the confidence of fund investors[128]».

---

[125] En la que se imponen obligaciones a los management de las investment companies (funds) registradas bajo la Investment Company Act of 1940, «to disclose in its registration statement (and, in the case of a closed-end fund, Form N-CSR) the policies and procedures that it uses to determine how to vote proxies relating to portfolio securities; and Require a fund to file with the Commission and to make available to its shareholders, either on its website or upon request, its record of how it voted proxies relating to portfolio securities. A fund will be required to disclose in its annual and semi-annual reports to shareholders and in its registration statement the methods by which shareholders may obtain information about proxy voting». SEC, https://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm.

[126] Que impone una *fiduciary obligation* a los investment advisers:

> *to its clients when the adviser has authority to vote their proxies. The new rule requires an investment adviser that exercises voting authority over client proxies to adopt policies and procedures reasonably designed to ensure that the adviser votes proxies in the best interests of clients, to disclose to clients information about those policies and procedures, and to disclose to clients how they may obtain information on how the adviser has voted their proxies. The rule amendments also require advisers to maintain certain records relating to proxy voting. The rule and rule amendments are designed to ensure that advisers vote proxies in the best interest of their clients and provide clients with information about how their proxies are voted.*
>
> SEC, http://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm.

[127] En la que se exige el nombramiento de los Chief Compliance Officers, así como de programas de cumplimiento. En concreto señala:

> *We proposed the rules because it is critically important for funds and advisers to have strong systems of controls in place to prevent violations of the federal securities laws and to protect the interests of shareholders and clients. The proposed rules were designed to foster, among other things, improved compliance by clarifying the compliance obligations of fund management and to strengthen the hand of fund boards and compliance personnel when dealing with them (…) We are taking our first regulatory actions designed to curb the abusive practices recently uncovered and to prevent their recurrence. In companion releases, we are proposing to amend our rules regarding mutual fund share pricing and prospectus disclosure. In this release, we are adopting new rules requiring advisers and funds to adopt strong compliance controls administered by a chief compliance officer.*
>
> SEC, https://www.sec.gov/rules/final/ia-2204.htm#P51_4533.

[128] En concreto, el párrafo completo del *background* (antecedents) de esta rule, señala:

> *In recent months, the Commission and state securities authorities have discovered unlawful conduct involving a number of fund advisers, broker-dealers, and other service providers that confirms the need for these rules. Fund advisory or distributor personnel have engaged in, or actively assisted others in engaging in, inappropriate market timing, late trading of fund shares, and the misuse of*

2.1.1 En relación con el adviser[129]

De forma general y siguiendo el esquema presentado a estos efectos por la OCDE[130], podemos decir que las obligaciones de los fondos en lo referente al ejercicio del voto en las sociedades en las que han invertido, se concretan en las siguientes: (i) el consejo de administración del fondo es responsable de que se voten los proxies relativos a las acciones de las compañías que tiene en cartera. Normalmente, el consejo delegará esta responsabilidad en el fund adviser, sometiéndola a supervisión por parte del consejo. (ii) El fund adviser tiene igualmente deberes «fiduciarios» que se extienden, también al proxy voting. Por lo tanto, el adviser que vota en nombre del fondo, debe hacerlo en beneficio del fondo y sus accionistas, y no en su propio interés. (iii) Los fondos y sus advisers deben aprobar y publicitar políticas y procedimientos de voto en los proxy voting. Entre otras cosas, estos procedimientos deben especificar como el interés de los inversores o accionistas se defenderá cuando surja un conflicto de intereses entre ellos y los adviser. (iv) Los fondos deben «reclamar» las acciones prestadas para poder votar en los proxies[131]. (v) Al contrario que otros accionistas, los fondos deben informar sobre todos los votos que emiten. Lo hacen cumplimentando el modelo N-PX[132] y depositándolo en la SEC antes de que finalice el mes de agosto.

Veamos ahora, de qué forma el consejo cumple con estas obligaciones.

(i).- A través del desarrollo de las políticas de voto. En este caso, y retenga o no el consejo el ejercicio del derecho de voto (algo que, insistimos es muy inusual), es el propio consejo el que crea e impone estas políticas, por lo que tendrá un mayor control sobre la actuación en esta materia que el investment adviser. Aunque nada impide que delegue en

---

material, nonpublic information about fund portfolios. These personnel, including in some cases senior executives of fund advisers, have placed their personal interests or the business interests of the fund adviser ahead of the interests of fund shareholders, thus breaching their fiduciary obligations to the funds involved and their shareholders. These individuals have harmed the funds, their management organizations, and the confidence of fund investors.
SEC, https://www.sec.gov/rules/final/ia-2204.htm#P51_4533.

[129] El conflicto específico del nuevo problema de agencia que surge entre el fondo y el proxy adviser, es tratado con bastante profundidad por Tamara C. Belinfanti, «The proxy adviser and corporate governance industry: the case for increased oversight and control», *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 14, nº 22 (2009): 1.

[130] OCDE, *The role of institutional investors*, 53.

[131] Recordar lo dicho a este respecto en el capítulo III de esta Tesis sobre el préstamo de acciones.

[132] SEC, http://www.sec.gov/about/forms/formn-px.pdf.

este la realización de la misma. Incluso que se remita a la política que a estos efectos haya implantado un *proxy voting service*[133].

En cualquier caso, y elija el consejo la opción que elija, la *proxy voting policy* es parte del programa de *compliance* del fondo, sujeto a aprobación por el consejo y a revisión por la SEC[134]. Estas políticas deben ser revisadas al menos anualmente; cosa que se hace a través de la acción del Chief Compliance Officer. Ahora bien, ¿cuáles son los factores que el consejo puede tener en cuenta a la hora de elaborar una proxy voting policy? Normalmente, tendrá que ser coherente con los objetivos de inversión del fondo, además deberá tratar —y prevenir— potenciales conflictos de interés; así mismo, podrá tratar propuestas concretas que por la razón que sea preocupen al consejo (como pueden ser el cambio al voto mayoritario para elegir consejeros, o determinadas actuaciones de tipo social o ambiental).

(ii).- Control del voto de proxies emitidos por los investment advisers. En este caso (y a diferencia de lo señalado en el párrafo anterior) se delega en el investment adviser el ejercicio del voto en las sociedades en las que tienen una participación.

Cuando esta función la delega el consejo en los investment advisers, es una obligación que estos asumen y que les somete al deber fiduciario (o de lealtad). Este deber obliga al investment adviser a emitir su voto en el mejor interés del fondo y sus accionistas, y a informar y abordar posibles conflictos de interés. Son varias las cuestiones que el consejo puede examinar y cuyo cumplimiento le indicará que la delegación está siendo ejercitada en tiempo y de acuerdo con la política de voto que aprobó el consejo. En el «Oversight of fund proxy voting», editado por el Independent Directors Council[135], se señalan las siguientes: ¿qué procedimientos ha desarrollado el adviser para votar en tiempo y forma en todas las juntas de las compañías que integran la cartera del fondo? ¿Tiene el adviser el tiempo y los recursos humanos y técnicos para realizar esta tarea de forma eficiente? ¿Tiene el adviser un procedimiento adecuado para la cumplimentación del modelo N-PX?

Además, el consejo deberá realizar una supervisión de los posibles conflictos de interés con los que puede encontrarse el adviser. A este respecto —y siguiendo la

[133] Un *proxy voting service* es un tipo de sociedad que presta todo el servicio administrativo relacionado con el proxy voting. Véase, por todos Broadridge http://www.broadridge.com/. :«the process of meeting notifications, voting, tracking, mailing, reporting, record maintenance and even vote disclosure rules enacted by the SEC». Normalmente —y a diferencia de los proxy advisors— no aconsejan sobre el sentido del voto en los distintos puntos que integran el orden del día de la junta.
[134] Rule 38a-1.
[135] Véase ICI, http://www.ici.org/pdf/ppr_08_proxy_voting.pdf, 2.

publicación antes citada[136] — el consejo podría demandar al adviser el desarrollo de un procedimiento que señalase las votaciones en las que pudiera surgir el conflicto de intereses. En este caso, ¿cuál sería el procedimiento del adviser para solucionar estos posibles conflictos? Generalmente, a través de la existencia de comités de seguimiento específicos. ¿Debería revisar el propio consejo los conflictos antes de emitir el voto? Y finalmente, ¿cómo informará el adviser al consejo de los posibles conflictos en los que haya incurrido, así como la solución dada a los mismos? Lo normal será mediante el envío de informes periódicos en los que se dé cumplida cuenta de estas situaciones.

(iii).- Control de los servicios de voto contratados a un tercero[137]. Existen empresas especializadas que ofrecen, entre otros servicios: la formulación de políticas de voto; la recopilación de todos los proxy voting de las sociedades en su cartera de inversiones; notificación con suficiente anticipación la convocatoria de las juntas en las que se ha de votar; comunicación de recomendaciones de voto; ejecución de las instrucciones de voto recibidas, llevanza y custodia de los archivos con los votos emitidos y la preparación y cumplimentación del formulario N-PX. Un fondo o su adviser pueden utilizar todos o algunos de estos servicios, y aun así reservarse ellos la última palabra en el sentido del voto. Normalmente la subcontratación de este tipo de sociedades tiene una razón económica (los adviser contratan estos servicios para toda su familia o *complex* de fondos). Así mismo, puede ser utilizado para evitar a los adviser incurrir en conflictos de interés con los accionistas del fondo. Así es, la SEC admite la no existencia de estos cuando el criterio para emitir el voto lo determina un tercero[138].

2.1.2 En relación con el subadviser

Pero aunque parezca increíble esto no acaba aquí. En algunos casos se contratan subadvisers. Esto puede dar lugar a problemas con las distintas políticas que los subadvisers mantengan en relación con el voto de los proxy. Aunque en estos casos se debe adoptar una única política de voto, es esta una cuestión muchas veces difícil de

[136] Ibíd., 5.
[137] Ibíd., 6.

[138] Véase Staff Bulletin Nº 20, «Proxy voting: proxy voting responsibilities of investment advisers and availability of exemptions from the proxy rules for proxy advisory firms». El mismo se articuló alrededor de las siguientes materias: «the questions and answers are organized under the following broad topics: (i) proxy advisory firm services generally, (ii) board oversight of proxy advisory firms, (iii) fund adviser due diligence and oversight of proxy advisory firms, and (iv) miscellaneous considerations related to proxy advisory firm oversight». SEC, https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm.

gestionar, debido a los múltiples conflictos de intereses que, de hecho trufan las relaciones de los accionistas del fondo respecto de los investment adviser, subadvisers y terceros o sociedades de servicios (y de estos entre sí).

El Independent Directors Council (IDC) ha realizado un estudio a este respecto, y obviamente el grado de control del consejo sobre el subadviser, dependerá de la relación que aquel tenga con los advisers. En datos de 2010, casi el 40 por ciento de los fondos utilizaban subadvisers para gestionar, al menos una parte de su cartera de inversión[139]. Normalmente, es el adviser el que propone al consejo la contratación de un subadviser. Cuando esto sucede, primero tiene que proporcionar al consejo los motivos de la propuesta, el porqué de la elección de uno determinado, los potenciales conflictos de interés, así como el resultado del due diligence realizado sobre el subadviser (ibíd., 7).

Seguidamente, y después de despejadas por el adviser todas las dudas que le puedan surgir al consejo, este deberá aprobar el acuerdo con el subadviser. A este respecto, las obligaciones del órgano de administración serán las mismas que le incumben cuando firma el contrato con el adviser, según lo dispuesto en la sección 15 (c) de la ley de 1940. El consejo deberá estar al tanto de cómo adviser y subadviser coordinan las políticas y procedimientos referidos a la gestión de la cartera del fondo. Y en concreto, y en lo que a nosotros nos interesa, el proxy voting.

En este caso, la supervisión que el consejo hace del subadviser, la realiza a través de la información que le facilita el adviser, normalmente cuatrimestralmente. En otro aspecto de sus obligaciones, el CCO deberá controlar el *compliance program* del subadviser, en lo que hace referencia a su vinculación con el fondo, de manera que en su informe anual al consejo deberá incluir una evaluación de las políticas y procedimientos del subadviser, así como los términos de su contrato con este[140].

---

[139] Independent Directors Council, *Task force report january* (2010), «Board oversight of subadvisers», http://www.idc.org/pdf/idc_10_subadvisers.pdf., 2.

[140] Véase Linlin Ma, Yuheua Tang y Juan Pablo Gómez, «Portfolio manager Compensation in the U.S. Mutual Fund Industry» (junio, 2012). Critican precisamente la falta de estudios sobre el tipo de contrato y de los incentivos que en él se contienen, con el que se vincula al adviser con el subadviser (en este artículo denominado "*portfolio manager*"):

> *A typical mutual fund consists of shareholders and a board of directors, who delegate the portfolio management to an investment advisor through an advisory contract. Portfolio managers, hired and compensated by the investment advisor, are the ones who actually make the investment decisions for the fund. Thus, it is of great importance to understand the compensation contract between the investment advisor and the portfolio manager, which has been rarely studied in the literature. In particular, the contract between the investment advisor and the portfolio manager is, contrary to the fund-advisor advisory contract, largely unregulated. In particular, performance-based incentives are extensively used to compensate portfolio managers, much more than the frequency observed in advisory contracts between the fund shareholders and the investment advisor.*
> NewYork University, http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/26783/Gomez_09182012.pdf.

El ejemplo recurrente en este asunto es la actuación de determinados investment advisors en la planeada fusión entre Hewlett- Packard (H-P) y Compaq en 2002. El consejo de H-P contrató los servicios de la división de inversiones del Deutsche Bank, para que le ayudara en la gestión de la fusión con Compaq. La retribución consistía en un millón de dólares a la firma del contrato y otro más, una vez finalizada con éxito la misma (la fusión). Unos meses después, el 15 de marzo, los investment advisors de una de las filiales del Deutsche Bank (DeAm) decidieron votar no a la fusión, en representación (en los proxy votes) de los diecisiete millones de acciones de H-P que tenían los diversos fondos por ellos asesorados. A la mañana siguiente, el consejo de H-P se enteró de esta circunstancia y se puso inmediatamente al habla con la alta dirección del Deutsche Bank. El 19 de marzo de 2002, después de conocer que el banco tenía firmado el suculento contrato de asesoramiento al que antes nos hemos referido; la compañía filial del banco que actuaba como investment adviser, es decir DeAm, decidió cambiar el sentido de su voto, volviendo a emitir los proxies en representación de los diecisiete millones de títulos de H-P, y votando a favor de la fusión. Como resultado de esta actuación, la SEC entabló una *settlement enforcement action* contra DeAm. De acuerdo con las alegaciones de la SEC, DeAm infringió su deber de lealtad para con los accionistas de los fondos por ellos asesorados, al no informar del conflicto de interés con antelación[141].

Con motivo de este escándalo, y de otros parecidos[142], accionistas activistas y los representantes del sindicato AFL-CIO, solicitaron de la SEC que obligara a los fondos a

[141] SEC, http://www.sec.gov/news/press/2003-100.htm; multa impuesta por la SEC al gigante Blackrock (conglomerado de fondos y de investment advisers) el 15 de abril de 2015. SEC, http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-71.html.

[142] Véase Taub, quien señala las siguientes: a) los advisers tienen acceso libre a los recursos necesarios para gestionar el fondo. Algunos de estos recursos incluyen dinero detraído de los activos, que de forma general se informa como gasto del fondo. Pero otras veces los recursos tomados del fondo tienen un valor que no pueden ser claramente monetariz ado. Es el caso de la utilización de brokers o agencias de valores que no ofrecen las comisiones más bajas al fondo. Sin embargo, son contratadas por otras oscuras razones; esto es lo que se denomina en el argot «*soft dollars*». b) Otras veces el fondo paga a sociedades o agencias de valores (brokerage houses) comisiones, sin haber intervenido ninguna operación; y simplemente para que esta *brokerage firm* coloque entre sus clientes acciones del fondo (que sin ese pago no realizaría). c) Otro tipo de actividades contrarias a la buena fe serían que el adviser, prevaliéndose de su posición privilegiada con respecto al fondo por el esponsorizado, cobre por sus servicios un precio por encima del mercado. d) Cuando un fund adviser tiene diferentes fondos bajo su gestión (que insistimos, es lo natural ya que son empresas cuyo objeto social —y por lo tanto con lo que ganan dinero— es la gestión de fondos), en estos casos puede tener la tentación de asignar las buenas operaciones a alguno de los fondos (de los que, por ejemplo, los advisers son a su vez accionistas), y las malas a otro. e) El llamado «*front running*», en el que el adviser y sus empleados compran acciones para ellos, antes de comprarlas para el fondo. Cuando compran para el fondo (normalmente una cantidad importante), el precio de las mismas tenderá a subir, por lo que ellos se benefician del precio al que ellos compraron. f) En otras ocasiones bancos de inversión o filiales de estos, pueden estar tentados de colocar acciones (propiedad del banco) de sociedades que no marchan bien a los fondos por ellos gestionados, obligándoles a pagar por ellas un precio superior al del mercado. Taub, «Able but not willing»: 857.

publicar en qué sentido emitían su voto. Y la SEC reaccionó aprobando las normas ya citadas en el epígrafe 2.1. de este capítulo, y que hemos comentado anteriormente.

Como vemos, se ha ideado una compleja red de controles —no creemos que muy efectivos, entre otras cosas porque la media de reuniones de los consejos de estos fondos es de cuatro veces al año, como queda dicho— que consideramos son papel mojado. Es imposible su correcto funcionamiento. Porque duplican problemas, y porque los obligados a realizarlo no ganan nada con ello. Una vez más, lo único que se hace es montar una carísima estructura que alarga, aleja y difumina responsabilidades en contra de los intereses de quien realmente lo paga, es decir, el sufrido accionista o inversor final. Es mucho más lógica, transparente, y rápida, la revisión de la obligación de voto impuesta a los fondos. Que solo voten aquellos que, por la razón que sea, entienden que deben hacerlo.

En, síntesis la estructura práctica sería algo parecido a lo que sigue. Ahorrador de Iowa, que atraído por la rentabilidad de un fondo que se publicita en su banco, decide comprar acciones de aquel. Lo que probablemente nunca se entere (ya sabemos que no va a leer el «*prospectus*») es que el sponsor de ese fondo es su banco o una sociedad filial; que el fondo contratará a un investment adviser que será una sociedad filial del banco especializada en la gestión de todo tipo de fondos; que a su vez el investment adviser, muy probablemente, contrate a un *portfolio manager* que será el que finalmente decida la inversión. Inversión que a su vez puede realizarse en una compañía cotizada o en otro fondo (vuelta a empezar). ¿Pero de verdad alguien se cree que es fiscalizable esta cadena para que todas las decisiones se tomen en beneficio del pequeño y sufrido ahorrador de Iowa? No estamos más que alargando —y encareciendo, no podemos dejar de insistir— una cadena de inversión, en la que además nadie (o muy pocos) quieren realizar una verdadera labor de control[143]. En definitiva cada vez se aleja más la toma de decisiones del inversor inicial. El accionista actual ni quiere, ni puede realizar esa labor de control. Tampoco parece factible que lo lleve a cabo el fondo, ya que ¿qué intereses prioriza?: a) ¿el de sus accionistas?, b) ¿el de los accionistas del fondo al que asesoran? o c) ¿el de la sociedad —y los accionistas de la sociedad— en la que han invertido el dinero que gestionan? Quizás, y después de todo lo expuesto, resulta que el mal menor es la presencia de un management poderoso en la compañía que, aunque difícil de controlar, estamos

[143] En datos de Broadbridge, referidos al ejercicio 2014, de los accionistas individuales «*retail investors*» solo ejercitaron el voto el 28 por ciento, mientras que de los II.II. el 83 por ciento (estando muchos obligados por la Erisa, y además, casi siempre, solicitando la opinión de un tercero). Con estos índices y dinámica, ¿cómo pretendemos que realicen una labor de control eficaz?. http://proxypulse.broadridge.com/.

seguros que será mucho más fácil que la cadena de advisers a la que acabamos de hacer referencia.

El pequeño inversor, sustituto del accionista individual de principios del siglo pasado, empieza a intuir el caos ético en el que al final se concreta toda la operativa descrita. Si a ello añadimos la infinita cadena de proveedores de servicios que de forma directa o indirecta, intervienen tanto en la gestión como en la emisión del voto (recordar lo señalado en anteriores capítulos) por parte de los II.II, que no nos extrañe si acaba por huir de los mercados financieros en busca de otros más transparentes y baratos.

2.2 *AD EXTRA*. EL CONTROL DE LA SOCIEDAD EN LA QUE EL FONDO INVIERTE

Abordaremos en este apartado el problema desde otro punto de vista, que no es otro que la evidente falta de implicación de los investment advisers en la defensa de los derechos de los accionistas de las compañías en las que invierten, a pesar de los ruegos de parte de la doctrina, y de una legislación claramente propicia. Incluso en aquellos aspectos en los que tienen la obligación de implicarse, de forma mayoritaria lo hacen de acuerdo con las propuestas de los managers y muchas veces en contra de las proposals que presentan los accionistas[144]. El inicial entusiasmo (en los años noventa) que calificó a los inversores institucionales como los nuevos guardianes o controladores del gobierno corporativo[145], se fue disipando a medida que se constató la aversión de estos a participar e implicarse en aquel[146]. Bien es cierto que, en parte como consecuencia de la terrible crisis de 2008, se ha dado un nuevo impulso (coincidiendo con la llegada de la administración demócrata a la Casa Blanca ese mismo año) al shareholder empowerment y a la regla de

[144] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 419.

[145] Bernard S. Black, señalaba «such reform has little downside risk and holds substantial promise of improved corporate performance. We can't know today how much of that promise will be realized. But as long as the costs are smaIl, institutional voice is worth a try. In economic terms, the *expected* benefit outweighs the *expected* cost». Bernard S. Black, «Agents watching agents: the promise of institutional investor voice», UCLA Law Review 39 (1992)4: 815.

[146] Véase John C. Coffee, quien señala las causas de inacción de los inversores institucionales, concretándolas en las siguientes: a) liquidity and thin equity, b) conflicts of interests, c) political retaliation, d) access to soft Information, e) short termism, f) agent apathy, y g) managerial manipulation of agenda. «Liquidity versus Control: the institutional investor as corporate monitor», *Columbia Law Review* 91 (1991): 207; «There are many reasons why even those in the investment community convinced of the value of corporate governance are reluctant to exercise governance oversight». Thomas Clarke, *International corporate governance: a comparative approach* (New York: Routldge, 2002), 120; «Sophisticated investors failed the monitory test. Either they have not been particularly sophisticated, or if sophisticated they have been apparently incapable of monitoring adequately and effectively», James P. Hawley, «Corporate governance, risk analysis and the financial crisis: did universal owners contribute to the crisis?», en *Corporate governance failures. The role of institutional investors in the global financial crisis* (Philadelphia : University of Pennsylvania Press, 2011), 114.

que si la dirección de la compañía era el problema, los accionistas deberían ser la solución[147]. En definitiva, a los II.II. se les vuelve a proponer como los candidatos idóneos para realizar esta labor de monitorización o control, tan anhelada por la doctrina y el legislador de aquel país. La confianza en que así fuera, propició los cambios regulatorios pro-accionistas a lo largo de esta Tesis comentados.

Nos encontramos, por tanto, en un escenario también alentado por inversores institucionales, en su propio beneficio y que puede acarrear consecuencias no deseadas. En palabras de Bainbridge, who watches de watcher?[148]. En nuestra opinión, esta ofensiva que estamos viviendo se ha realizado sin un análisis en profundidad de la abundante literatura académica norteamericana que nos alertaba contra la supuesta bondad de este planteamiento[149].

No cabe duda de que, tal y como demuestran un sin fin de estudios[150], la mayoría de los grandes fondos (incluidos los de pensiones) realizan una escasa labor de control (aunque quizás los últimos años esté repuntando, probablemente en un ejercicio más cosmético que real[151]). La evidencia hasta la fecha es que, lo hacen solo con el objeto de obtener ganancias en el corto plazo; y no en una estrategia a largo. En este sentido señalar lo que Bratton y Wachter[152] concluyen sobre los hedge funds, y es que utilizan las siguientes estrategias para incrementar el valor de la acción solo en el corto plazo: (i) incrementar el endeudamiento, (ii) incremento en el pay-out de la compañía y (iii) ventas de activos. Apoyando este argumento, Gilson y Gordon señalan: «on the other hand, institutions have continually failed to play this role; despite the urging of academics and

[147] «The corporate governance provisions of the bailout legislation, then, faithfully follows the Berle-Means shareholder-versus-manager script, according to the common presupposition that "if management is the problem, shareholders must be the solution». Usha Rodrigues, «Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership», *Minnesota Law Review* 95, (2011): 1828.

[148] Stephen Bainbridge , «Director Primacy: The means and ends of Corporate Governance», *Northwestern University Law Review* 97 (2003): 551.

[149] Véase Bernar S. Black «Agents watching agents: the promise of institutional investors voice», *UCLA Law Review* 39 (1992): 811; Edward B. Rock, «The logic and (Uncertain) significance of institutional shareholder activism», *Georgetown Law Journal* 79 (1991): 445.

[150] Larker y Tayan, *Corporate governance matters*, 406.

[151] Aunque realmente las cifras publicadas apuntan un incremento lento, pero constante del activismos accionarial, pensamos que realmente es debido a la actitud de inversores individuales «*gadflies*», más que a la labor de los II.II. Véase http://proxypulse.broadridge.com/.

[152] William W. Bratton y Michael Wachter, «The case against shareholder empowerment», *University of Pennsylvania Law Review* 158 (2010): 653. También a estos efectos se afirma que entre 2001 y 2006, 236 hedge funds, realizaron 1056 actuaciones en compañías cotizadas. Ninguna de ellas tenía como objetivo el mejorar su gobierno corporativo, sino realizar rápidas ganancias; Brav et al., «Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance», *The Journal of Finance* 63 (2008): 1729.

regulators, they remain stubbornly responsive but not proactive[153]». Al final, la amplia gama de fondos, bancos, compañías de inversión, sociedades de seguros, etc., que integran este (volvemos a insistir) heterogéneo conjunto, sólo realizarán una labor de control, y se involucrarán en el gobierno de las sociedades en las que participan[154], si de esta labor obtienen un beneficio[155], bien para sus partícipes o accionistas, bien para los gestores (investment advisers) de este conjunto de entidades legales. O para ambos. Choi y Fisch, en su estudio también detectan una pasividad general, al señalar: «we report results from a unique survey of public pension funds gauging the participation of these funds in a wide range of corporate governance-related activities. While some highly visible funds, such as Calpers, engage in a number of different governance activities, most funds in our study engage in only a limited subset of activities. Moreover, the precise activities selected by different funds vary substantially[156]».

McCahey, Sautner y Starks[157] analizan las actuaciones de los accionistas activistas que por su naturaleza no resultan visibles para los demás, y que por lo tanto, no son objeto de atención en la mayoría de los estudios (ibíd., 4). En efecto, demuestran que las reuniones con el management (jawboning) son las más utilizadas dentro de lo que se denomina «*the voice channel*». El 63 por ciento de los entrevistados reconoce haber utilizado esta fórmula durante los últimos cinco años. Y el 45 por ciento que habían tenido reuniones con los consejeros, sin la presencia del management. Estos datos demuestran que muchos inversores pueden ser bastante más activos de lo que nos dicen los datos de actuaciones «observables». Así, los inversores a largo plazo intervienen de

[153] Gilson y Gordon, «The agency costs of agency capitalism»: 887.

[154] Rodrigues, «Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership», 1831.

[155] En este sentido Strine opina que los que marcan la agenda en cuestiones de política societaria son hedge funds altamente endeudados, sin ningún tipo de compromiso con las sociedades en las que están invertidos. Y aunque es verdad que los II.II han presionado para desmontar las medidas antiOPA, o para alinear la retribución de la dirección con los resultados de la compañía; por el contrario, no hacen nada por bajar el endeudamientos de las sociedades que sabemos ha llegado a ser insostenible, ni tampoco dicen nada cuando se retuerce la ley con el objeto de lograr unos resultados financieros de escasa consistencia real. De hecho, lo que solicitan es que las sociedades se endeuden más, tomen más riesgos y se embarquen en gigantescos programas de recompra de acciones. Leo S. Strine, «One fundamental corporate governance question we face: can corporations be managed for the long term unless their powerful electorates also act and think long term», *Business Lawyer* 66 (2010): 1; apoyando la idea de la política de recompra de acciones (que aumenta el valor de estas pero no crea ni futuro, ni puestos de trabajo para la compañía), véase *Forbes* (10 abril 2015), http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2015/04/10/ges-50-billion-buyback-continues-corporate-americas-binge-on-its-own-stock/, en la que se comenta que el ejercicio económico de 2015 se producirá un record histórico en el volumen de recompra de acciones por las compañías emisoras, que alcanzará los 4 trillones de dólares.

[156] Stephen J. Choi y Jill E. Fisch, «On beyond Calpers: survey evidence on the developing role of public pension funds in corporate governance», *Vanderbilt Law Review* 61 (2008): 352.

[157] Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner y Laura T. Starks, «Behind the scenes: the corporate preferences of institutional investors», http://ssrn.com/abstract=1571046. (octubre 2014).

forma más intensa que los de corto plazo (ibíd., 5); los que están más preocupados por cuestiones de liquidez, usan con menos frecuencia «*voice*»; y «*exit*» y «*voice*» tienden a complementarse más que a sustituirse. También estudian la efectividad, desde el punto de vista de los inversores institucionales, de la amenaza de «*exit*» o venta como mecanismo de gobierno corporativo. Obviamente, es un reto el determinar este aspecto ya que por su propia naturaleza, la amenaza de salida, es inobservable. Pero de sus entrevistas concluyen que el 42 por ciento de los inversores creen que la amenaza de salida es efectiva en el control del management. Y dos tercios de ellos piensan que al menos es necesario un 2 por ciento del capital para que esta amenaza produzca efectos. Los inversores institucionales son más activistas de lo que parece, si bien realizan un activismo silencioso y sobre todo, sin incurrir en demasiados gastos. Sus preferencias, son: i) «*vote with their feet*», es decir, vender (exit); ii) votar contra las propuestas del consejo en la junta general; iii) entrar en negociaciones con los directivos. Son actuaciones sin casi costo para ellos que, además creemos modestamente que son las que realmente ponen en marcha.

De hecho, tal y como apunta Rodrigues al comentar la mecánica de funcionamiento de los index funds[158] (que cada día están adquiriendo un mayor peso por volumen de dinero gestionado), las decisiones de inversión o desinversión las toman computadoras en base a fórmulas algorítmicas en las que no se evalúa, ni por lo tanto se pretende, controlar la actuación humana. Es decir, la variable humana (el control directo de la actuación del management) de la teoría de la agencia, que es la que dio lugar al nacimiento del gobierno corporativo, y sobre la que se ha construido todo su posterior

[158] La definición que de ellos se da en Vanguard, que es la compañía de inversión que los popularizó, es la siguiente: «Instead of hiring fund managers to actively select which stocks or bonds the fund will hold, an index fund buys all (or a representative sample) of the securities in a specific index, like the S&P 500 Index. The goal of an index fund is to track the performance of a specific market benchmark as closely as possible. That's why you may hear it referred to as a "passively managed" fund". https://investor.vanguard.com/mutual-funds/index-funds; y la más oficial de la SEC:

> *An "index fund" describes a type of mutual fund or unit investment trust (UIT) whose investment objective typically is to achieve approximately the same return as a particular market index, such as the S&P 500 Composite Stock Price Index, the Russell 2000 Index or the Wilshire 5000 Total Market Index. An index fund will attempt to achieve its investment objective primarily by investing in the securities (stocks or bonds) of companies that are included in a selected index. Some index funds may also use derivatives (such as options or futures) to help achieve their investment objective. Some index funds invest in all of the companies included in an index; other index funds invest in a representative sample of the companies included in an index. The management of index funds is more "passive" than the management of non-index funds, because an index fund manager only needs to track a relatively fixed index of securities. This usually translates into less trading of the fund's portfolio, more favorable income tax consequences (lower realized capital gains), and lower fees and expenses than more actively managed funds.*
>
> SEC, http://www.sec.gov/answers/indexf.htm.

desarrollo, empieza a ser ignorada por las más modernas técnicas inversoras. En concreto, señala:

> *Index funds offer a low-cost alternative to actively managed funds, which generally do not beat the market despite charging hefty management fees. Index funds offer the near automation of investing, purporting to do no more than mimic the return of a particular stock index. The managers of index funds thus have even less incentive to monitor the elections of the companies whose shares their funds hold or to use their votes to express displeasure with management. The whole point of such funds is to minimize management fees by avoiding the introduction of human evaluation in the selection of portfolio companies. The lack of human evaluation, in turn, effectively ensures the lack of any monitoring of managerial performance*[159].

Cuando a los investment advisors se les pregunta por su pasividad con respecto al asuntos de corporate governance, suelen justificarla con los siguientes argumentos: i) si no están de acuerdo con el management, siguen «*the Wall Street rule*» o «*vote with their feet*», es decir, vender e irse; ii) dada la identidad de intereses entre los accionistas del fondo y los advisers, la propuesta de voto que realicen los advisers, será siempre en beneficio de los accionistas del fondo (y no de los de la sociedad); iii) obstáculos de índole legal y político: un fondo no podría situar un consejero en el consejo de una sociedad participada porque no podría hacer *trading* con esa acción, ya que se les aplicaría la legislación sobre *insider trading*; iv) el coste que requerirían estas actuaciones y cuál sería el beneficio finalmente obtenido (*free-rider problem*[160]); v) las negociaciones directas con el management resultan más efectivas para sus fines[161]; vi) no existe una demanda de mayor implicación en el shareholder activism por parte de sus accionistas; vii) la falta de confidencialidad de estas actuaciones y por lo tanto, que pueda haber represalias por parte del management; viii) muchas de las propuestas de los accionistas están dirigidas por grupos políticos, o tienen un contenido político que no tienen por qué apoyar; ix) la falta de experiencia, ya que ellos son expertos en unas materias que no tienen nada que ver con

[159] Rodrigues, «Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership»: 1831.

[160] Por ejemplo, Calpers tiene inversiones en 10.000 compañías diferentes en todo el planeta. Para una correcta gestión de las mismas, además de sus propios empleados, contrata a 40 gestores externos, 296 sociedades de valores, 4 firmas especialistas en renta fija, 124 en inmuebles, 134 sociedades de capital riesgo, 6 sociedades auditoras, 39 empresas de consultoría, y 14 firmas de abogados. El resultado final son 974 millones de dólares pagados en este tipo de gastos en 2012. Çelik e Isaksson, «Institutional investors as owners»: 19.

[161] Véase McCahery, Sautner y Starks, «Behind the scenes: the corporate preferences of institutional investors».

el gobierno corporativo[162]. En definitiva, son muchos argumentos y de bastante peso, como para disuadir a cualquier II.II. (que no vea un claro beneficio en su práctica) de implicarse en un activismo proactivo.

Otros, como Gilson y Gordon[163], tratan de quitar «presión» a los II.II al señalar, desde otra perspectiva (la de la especialización), que la responsabilidad frente a los inversores finales para maximizar los resultados, está dividida entre especialistas. Por un lado, inversores activistas (individuales) especializados en el control de las sociedades de su cartera y en la formulación de alternativas para presentárselas a los II.II; y por otro lado, los II.II expertos en la gestión de carteras y en la evaluación de las propuestas que presentan los inversores activistas. Cada uno de ellos requiere un modelo de negocio distinto[164].

3. CONSECUENCIAS DE LA ACTUAL CONFIGURACIÓN Y ACTUACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

3.1 *SHORT TERMISM*

Lo que ocurre en la bolsa es visible a primera vista. Las acciones cambian de manos mucho más rápido que en el pasado[165]. En varias bolsas del planeta, entre 1991 y

[162] Véase Taub, «Able but not willing»: 846.

[163] Gilson y Gordon, «The agency costs of agency capitalism»: 1895.

[164] Nathan y Mehta en este sentido, también han diferenciado en el término «*activism investor*», dos tipos diferentes de inversores que tienen distintos motivos, percepciones y agendas:

> *One type of activist investor is the "event driven" hedge fund or similar actor. Those investors tend to favor short-term strategies like leverage, big dividends, recapitalizations, sales, and similar transactions that return capital immediately to shareholders. But, there is another type of "activist investor" who may be best described as "corporate governance activists." Those are institutional investors such as CalPERS, CalSTERS, TIAACREF, and the AFL-CIO. It is the latter type of "governance" activists that have focused on features of the governance structures of firms. Unlike activist investors in the hedge fund sense, corporate governance activists primarily agitate only about corporate governance.*
>
> *These two types of activists, however, have a symbiotic relationship that tilts the direction of corporate management toward short-termism. The "governance activists" often amplify thepower of the hedge funds by pushing corporate governance measures--such as the elimination of classified boards and other takeover defenses--that make boards more susceptible to immediate market pressures.*
>
> Charles Nathan & Parul Mehta, The parallel universes of institutional investors and institutional voting (abril 2010), http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/04/06/the-parallel-universes-of-institutional-investing and-institutional-voting/#1.

[165] Como dice Frentrop, ningún II.II se considera cortoplacista: «That said, anyone will react testily when called a short-term investor. If you ask fund managers, they all consider themselves to be long-term investors. But in the meantime, they only keep shares in their portfolio for a few months on average. And they will drop their stake in a company at the least sign of adversity. The quarterly performance is sacred» Paul Frentrop, «Short Termism of the institutional investors and the double agency Problem». Discurso ofrecido en el acto de aceptación del cargo de profesor de Gobierno Corporativo y Mercados de Capitales

2009 la rotación se ha incrementado de 1,7 a 9,9 veces más rápido que el precio de las acciones. Esto es debido, en parte, al uso de nuevas aplicaciones tecnológicas que permiten la compra y venta de millones de acciones en menos de un segundo. En 1940 el inversor americano medio mantenía sus acciones un término medio de siete años, y este plazo escasamente cambiará hasta bien entrados los setenta. A partir de esta fecha, el periodo de tenencia fue decreciendo progresivamente. Durante el Crash de 1987, había disminuido a dos años. Hacia el 2000, fue roto el umbral de un año, y en 2007 el periodo medio en el que una acción no cambiaría de manos en los Estados Unidos quedó reducido a siete meses[166]. A lo que hay que añadir que «the volume on the NYSE went from 962 million shares in 1962 to 265 billion shares in 2000, and 738 billion in 2009. Some observers estimate that 70 percent of all US equities trading is by "hyper-speed" traders hares for a few seconds[167]».

Como muy atinadamente señala Frentrop, si hoy en día se estima que el largo plazo para los trabajadores son siete años, seis años para los miembros del consejo, cinco años para los accionistas de las compañías no cotizadas, (y siete meses para los de las compañías cotizadas, añadimos nosotros) con esta media, ¿quién puede pensar en el largo plazo?[168]

Salter[169], por el contrario, hace más hincapié en las consecuencias ético jurídicas, que en las estrictamente económicas. Para este profesor, el cortoplacismo lleva irremediablemente a una suerte de corrupción dentro de la sociedad, en el sentido de que aunque no se trata de conductas ilegales en su estricto sentido, sí que erosionan la confianza pública en la sociedad cotizada, tal y como lo demuestran una serie de datos estadísticos que aporta a su trabajo y que son bastante ilustradores. Estas actividades «al filo de la navaja» suelen consistir en rozar el límite de lo permitido por las normas, tolerar conflictos de interés, y violar persistentemente normas generalmente aceptadas de comportamiento ético. Dice que en los últimos años, solo compañías como Boeing, Intel,

---

en la Nyenrode Business University (junio 2012). http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872.

[166] Bogle, *The clash of the cultures*, 31. En los años 60, un fondo cambiaba anualmente un 15 por ciento de su portafolio, lo cual significa que la media de tenencia de un valor eran siete años. A esto lo denomina «inversión». Por el contrario, en el año 2000 la rotación es del 100 por cien anual, por lo que la media de tenencia de un valor es de un año. A esto lo denomina «especulación».

[167] CED, «Are institutional investors part of the problem or part of the solution?»: 9; https://www.ced.org/reports/single/are-institutional-investors-part-of-the-problem-or-part-of-the-solution.

[168] Frentrop, «Short termism of the institutional investors»: 32.

[169] Malcom S. Salter, «Short-termism at its worst: how short- termism invites corruption…and what to do about it», Harvard University, *Edmos. J. Safra Center for Ethics*, Working Paper Nº 5 (abril 2013), http://www.ethics.harvard.edu/lab.

Amazon y Apple, han apostado claramente por el largo plazo «even when dissapointing short-term results have battered their stock prices[170]». Y añade que en un mundo en el que a cualquier tipo de fondo, o inversor particular, le es tan fácil cambiar a los investment advisers, «the best way to reduce the way of such defection is to maintaing a track record of consistent, short-term gains relative to peers. In pursuing such an investment strategy, fund managers naturally communicate to corporate boards and executives a strong interest in quarterly earnings, even when such a short time horizon may compromise long-term value creation[171]».

Esto crea un gravísimo problema, al cual una parte de la doctrina entiende que no se le ha dado la correcta solución legal[172]. Como dice Rodrigues[173], «Congress has failed to address a fundamental tension in modern corporate stock ownership: the increasing use by long-term investors of short-termist intermediaries (mainly mutual funds and hedge funds), despite an inherent mismatch in their respective time horizons…the corporate governance reforms in both the bailout legislation and Dodd-Frank are fundamentally concerned with companies' short-term focus. Yet the solutions they offer rely on empowering shareholders who, as we have seen, are themselves predominantly focused on the short term. The reforms are thus unlikely to achieve their goal (ibíd., 1846)».

Pero aunque lo intentaran (que no lo hacen), lo que resulta obvio es que los II.II carecen de la capacidad para involucrarse en la gestión de la compañía. No tienen ni la información suficiente, ni la formación necesaria para poder discutir en condiciones de igualdad con la dirección de la sociedad. La conclusión es devastadora: no solo los inversores institucionales han perseguido con mayor ímpetu la *shareholder wealth maximization* (y con ello un cortoplacismo) que la propia dirección de la empresa, sino que lo han hecho con menos conocimientos y capacidades. Lo que falta en esta actuación, para Talbot, es una base o trasfondo social[174].

[170] Ibíd., 4.
[171] Ibíd., 30.
[172] Rodrigues nos recuerda la legislación aprobada tras la crisis , que entre otras cosas tenía como objetivo el acabar con el cortoplacismo. «Shortly after the financial crisis, Congress enacted the Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (EESA),9 1 which created the Troubled Asset Relief Program (TARP) to provide funds for failing companies. The next year it enacted the American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (ARRA), which imposed rules and restrictions on recipients of TARP funds. More recently, in July 2010, Congress enacted Dodd-Frank, which imposes new corporate governance rules on all publicly traded companies. As we will see, many themes from the bailout regulation reemerge in Dodd-Frank, and these themes focus on shareholder empowerment». Rodrigues, «Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership», 1829.
[173] Ibíd., 1829.
[174] Talbot, *Progressive corporate governance for the 21st century*, 189 - 90.

Las características, objetivos e instrumentos financieros con los que cuentan los «nuevos» accionistas (los inversores institucionales), han llevado a una parte muy importante de la doctrina a cuestionarse la idoneidad de seguir apostando por la misma política de los últimos veinte años[175]. Y a estos efectos, entendemos que la exposición de los argumentos doctrinales sobre la necesidad del reconocimiento de nuevos derechos a los accionistas, podría arrojar luz a la completa comprensión de la actual situación.

Tal y como ya hemos mencionado, desde la década de los noventa se ha producido un lento, e ininterrumpido resurgir de la posición de los accionistas en el seno de la sociedad. En efecto, las reformas de la SEC en 1992[176] (tendentes a incrementar las posibilidades de comunicación entre los accionistas); los cambios introducidos desde el año 2003 por los principales mercados de valores (NYSE y NASDAQ, en lo referente a las exigencias requeridas para cotizar en los mismos); así como las modificaciones operadas por el estado de Delaware en la sección de sociedades de su Código (DGCL[177]) y en la MBCA[178] (exigiendo ambas desde 2006 el voto mayoritario para elegir a los consejeros), así nos lo confirman. Pero, como ya hemos afirmado, con motivo de la crisis financiera de 2008, y la llegada de los demócratas a la Casa Blanca[179], está tendencia se hizo aún más acusada. En efecto, tanto la Dodd-Frank Act, como el fallido intento de la SEC por regular de forma menos gravosa para los proponentes, el sistema de nominación

[175] Larcker y Tayan, *Corporate governance matters*, 424.

> *Recent research suggest that shareholder democracy initiatives reduce shareholder value. A forthcoming study by Laecker, Ormazabal, and Taylor found that the market reacts negatively to potential say-on-pay regulation and proxy access, and that the reaction is more negative among companies that are most likely to be affected. They concluded that "the market perceives that the regulation of executive compensation will ultimately result in less efficient contracts and potentially decreases the supplay of high-quality executives to public firms". They also conclude that "blockholders ...may use the new privileges afforded them bu proxy access regulation to manipulate the governance process to make themselves better off at the expense of other shareholders.*
>
> David F. Larcker, Gaizka Ormazabal, Daniel J.Taylor, «The market reaction to corporate governance regulation», *Journal of financial economics*, 101 (2011) 431-48.

[176] Véase Norma M. Sharara y Anne H. Hoke-Witherspoon, «The evolution of the 1992 shareholder communication proxy rules and their impact in corporate governance», *Business Law* 49 (1993): 327; Carol Goforth, «Proxy reform as a means of increasing shareholder participation in corporate governance: too little but not too late», *The American University Law Review* 43 (1994): 379.

[177] Véase http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc04/. Tal y como hemos comentado en capítulos anteriores, en Delaware tienen su domicilio una parte importante de las sociedades estadounidenses, y en especial, las cotizadas.

[178] https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporationsCompanion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf. Que en palabras de Bainbridge, es «the most important alternative to Delaware Law»; ya que la han incorporado más de treinta Estados. Entre Delaware, California, Nueva York y Texas, están domiciliadas casi la mitad de las empresas del país. *Corporate law*, 2ª ed. (New York: Foundation Press, 2009), 9.

[179] Stephen M. Bainbridge, «Shareholder activism in the Obama era» (2009), http://ssrn.com/abstract=1437791, 1.

de candidatos a consejeros alternativos a los propuestos por el consejo titular, apuntaban en la misma dirección.

Frente a esta posición, y para muchos autores de gran prestigio, lo que realmente ocurrió es que (y citando a Bainbridge[180]) un nuevo conjunto de jugadores saltaron al terreno de juego: el Gobierno federal como regulador, sindicatos, inversores institucionales, abogados y sus aliados en la doctrina que «hijacked (secuestraron) the legislative process, so as to achive long-standing policy goals essentially unrelated to the crisis».

Con el ánimo de facilitar la exposición, recurriremos al tercero de los artículos publicados por Lucian Bebchuk, en su celebérrima pugna doctrinal entre defensores y detractores de la SHWM. Los dos primeros, «The case for increasing shareholder power[181]» y «The myth of the shareholder franchise[182]», se centraron más en la defensa de la necesidad de que la Ley otorgue más poder a los accionistas. En el que ahora analizaremos, titulado «The myth that insulating boards serves long term value[183]», Bebchuk retoma su inicial posición mantenida desde el 2007, pero desde un ángulo distinto. Lo hace precisamente tratando de desmontar la argumentación principal en la que se había concretado la oposición a su petición de incrementar los derechos de los accionistas: y que no es otra que el peligro de caer en un cortoplacismo que erosionase la viabilidad futura de la sociedad.

Bebchuk comienza su exposición admitiendo la posibilidad de que el aislamiento del consejo de las demandas de los accionistas, si bien puede tener un efecto positivo en el largo plazo, también puede generar un significativo costo en el corto plazo. Adelanta que su conclusión será recomendar a los legisladores y a los inversores institucionales que rechacen los argumentos que proponen el aislamiento de los consejo en beneficio de la creación de valor a largo plazo (ibíd., 1637). En efecto, los inversores activistas, normalmente con horizontes de inversión cortoplacistas, buscan la toma de decisiones que detonen al alza el precio de la acción, en detrimento de su valor a largo plazo. También se afirma que las modificaciones legislativas o estatutarias que pretenden facilitar la sustitución o la posibilidad de influenciar a los consejeros, hacen que estos, debido a que el fracaso en el corto plazo pueda significar su sustitución, concentren su actuación en el

[180] Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, 13.
[181] Lucian Bebchuk, «The case for increasing shareholder power», *Harvard Law Review* 118, issue 3 (2005): 833.
[182] Lucian Bebchuk, «The myth of the shareholder franchise», *Virginia Law Review* 93 (2007): 675.
[183] Lucian Bebchuk, «The myth that insulating boards serves long term value», *Columbia Law Review* 113 (2013): 1637.

corto plazo en vez de en el largo. Pero Bebchuk afirma que del estudio de los análisis teóricos y empíricos, realizados a este respecto, no se deduce esta conclusión. Es más, concluye exactamente lo contrario, es decir, que del aislamiento del consejo se producen más efectos negativos que positivos en la marcha de la sociedad «insulation advocates overlook the fact that these benefits might be out weight by significant countervailing cost», ya que las intervenciones de estos inversores activistas evitan cualquier actuación de la dirección que se aparte de la persecución del interés o beneficio del accionista, y por lo tanto, resultarán positivas en el corto y el largo plazo (ibíd., 1645).

Bebchuk comenta que si la tesis contraria a la suya fuera correcta, una compañía que diera más derechos a sus accionistas, significaría que en el largo plazo, tendría peores resultados, por lo que dada esta predicción sería una oportunidad de negocio para que hedge funds y otros «money managers[184]» especialistas se pusieran cortos sobre ese valor, y de esa forma obtener cuantiosos beneficios (ibíd., 1670). Para concluir que a pesar de todo, el activismo accionarial es en todo caso beneficioso para todos los accionistas, tanto en el corto como en el largo plazo. Insiste en que del análisis de la aportación teórica y empírica realizada en esta materia, no se desprende ningún argumento que avale el aislamiento de los consejos de la acción de los accionistas, en beneficio del valor a largo plazo de la acción; por el contrario, lo que hacen es apoyar la opinión de que el actual, e incluso un mayor grado de aislamiento, significaría unos mayores costos en el largo plazo que excederían los posibles beneficios (ibíd., 1688).

Y finalmente, Leo S. Strine, en su artículo «Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologist of corporate law»[185], de 2014, trata de desmontar, de nuevo, la argumentación de Bebchuk. Comienza el presidente del Tribunal Supremo de Delaware, con la afirmación de que los accionistas de las sociedades, no son inversores con vocación de permanencia, sino «money managers», como lo son los mutual funds o hedge funds; y cuyo interés como agentes no tiene que estar necesariamente alineado con el de los inversores a largo plazo (ibíd., 449). Alguien tan preocupado por reducir los costos de agencia en los que incurren los managers de las sociedades productivas, tendría que estar igualmente preocupado por reducir los costes generados por los «money managers», en la gestión directa del dinero de otros (ibíd., 451).

[184] Aquí utilizados como sinónimo de inversores institucionales.
[185] Leo S. Strine, «Can we do better by ordinary investors? a pragmatic reaction to the dueling ideological mythologist of corporate law», *Columbia Law Review* 114 (2014): 449.

Lo cierto es que los derechos que tradicionalmente se otorgaban a los accionistas, pueden tener ahora un impacto no deseado en la capacidad de generación de riqueza de las compañías, debido a determinadas circunstancias de mercado, tales como: i) los «money managers», constituyen una clara mayoría de entre los que están autorizados a ejercitar estos derechos de los accionistas; ii) los inversores activistas tienen la capacidad de entrar en estrategias de «*hedge*» o cobertura (vía derivados), que les permiten limitar su exposición económica a la inversión realizada, por lo que esta queda parcialmente desnaturalizada; iii) conseguir de forma transitoria una mayoría es hoy mucho más fácil debido a la mayor concentración accionarial y a la existencia de internet; iv) los inversores institucionales parecen estar motivados para practicar un cierto activismo, pero siempre pensando en su beneficio exclusivo y no en el de otros accionistas o en el de la sociedad (ibíd., 455).

Para la sociedad norteamericana en su conjunto, dar más poder a los «money managers» (con cada vez más cortos «*holding periods*»), conllevaría un crecimiento más pobre en el largo plazo; un efecto negativo en el empleo; más quiebras de compañías debido a una excesiva toma de riesgo y endeudamiento; así como la generación de daños colaterales causados por la entrega de incentivos que buscan encontrar atajos regulatorios con el objetivo de maximizar los beneficios a corto plazo (ibíd., 462). En definitiva, reconocer más derechos a los accionistas conllevaría el someter al management a un control casi diario de su actuación que a la postre impediría la eficaz y racional gestión de la compañía. En palabras de Strine, «therefore, it might be that Bebchuk would recognize that it is counterproductive for investors to turn the corporate governance process into a constant model U.N. where managers are repeatedly by referenda on a variety of topics provided by investors with trifling stakes (ibíd., 475)».

Propuestas que realiza Strine (ibíd., 477): i) la necesidad de que los inversores más racionales sean oídos; ii) la necesidad de crear más oportunidades inversoras que se beneficien de las ventajas fiscales del 401 (k), especialmente para inversores focalizados en el largo plazo; iii) reducir el número de votos o votaciones de manera que se puedan tomar buenas decisiones y puedan evitarse gastos innecesarios (se acabaría con todo el gasto de los proxy advisors; iv) que los stockholders voten sobre la compensación del consejo, trianual o cuatrienalmente; v) que los proponentes o solicitantes de cualquier actuación societaria, compartan los gastos que imponen con su actuación al resto de los accionistas; vi) implementar un proceso de elección de consejeros más creíble y responsable; vii) la necesidad de que los accionistas votantes conozcan más el verdadero

interés económico de las propuestas presentadas por los inversores activistas (se pregunta por qué Bebchuk y sus aliados, no se suman a la propuesta de reforma de la sección 13(d), en el sentido de que se requiera a los que estén obligados a cumplir con ella, a informar ampliamente de su propiedad o participación en cualquier tipo de instrumentos, de cualquier clase, vinculados al valor de las acciones de la compañía); viii) la necesidad de que los inversores institucionales, aprendan a «querer» las medidas antiOPA en las sociedades que no tienen staggered boards (ibíd., 484).

Además, indica que los proponentes deberán pagar una *fee* de 2.000 a 5.000 dólares por propuesta y además, ser titulares de al menos dos millones en acciones de la sociedad, o tener el 1 por ciento de la misma. Toda propuesta que no alcance un 20 por ciento de los votos podrá ser excluida durante un determinado número de años. Los inversores institucionales, deberían tener políticas de inversión «hechas a medida» de los horizontes inversores de sus clientes. Es decir, deberían reflejar la unitaria y permanente filosofía de sus inversores, y su interés particular en que las sociedades implanten estrategias responsables para generar incrementos sostenibles en los beneficios de la sociedad. Aquellas instituciones que recogen ahorro, para objetivos a muy largo plazo como es un plan de jubilación, deberán desarrollar políticas en este sentido. Los II.II. no pueden confiar en recomendaciones de los proxy advisors que no reflejen los horizontes y estrategia inversora de sus partícipes, y en particular, los index funds no pueden confiar en estos proxy advisors que no dan recomendaciones de voto específicas para este tipo de fondos. Es necesaria una completa actualización de la información económica requerida para los accionistas que tienen que registrarse bajo el modelo 13 (d)[186], proveyendo así a los accionistas con voto de una mejor comprensión del verdadero interés económico de los activistas inversores que proponen cambios en la estrategia del negocio de la sociedad, y que afectan a todos los inversores.

[186] Véase: http://www.sec.gov/answers/sched13.htm.

Schedule 13D is commonly referred to as a "beneficial ownership report." The term "beneficial owner" is defined under SEC rules. It includes any person who directly or indirectly shares voting power or investment power (the power to sell the security).

When a person or group of persons acquires beneficial ownership of more than 5% of a voting class of a company's equity securities registered under Section 12 of the Securities Exchange Act of 1934, they are required to file a Schedule 13D with the SEC. (Depending upon the facts and circumstances, the person or group of persons may be eligible to file the more abbreviated Schedule 13G in lieu of Schedule 13D.)

Schedule 13D reports the acquisition and other information within ten days after the purchase. The schedule is filed with the SEC and is provided to the company that issued the securities and each exchange where the security is traded. Any material changes in the facts contained in the schedule require a prompt amendment. The schedule is often filed in connection with a tender offer.

Con posterioridad a este debate, y una vez superada la crisis económica, que de forma tan directa ha influido en la actual visión del gobierno corporativo en los Estados Unidos, nos encontramos con que la doctrina más influyente sigue apostando por una limitación (o al menos no incrementar) de los derechos de los accionistas, todo ello, eso sí, siguiendo la políticamente correcta SHWM, así mismo se ha puesto el foco en el cortoplacismo como uno de los causantes de la mencionada crisis. No obstante, se han enfrentado con la práctica del mercado dirigida por los inversores institucionales, y por un regulador tremendamente influido por estos últimos. Sin embargo, la pérdida por parte de los demócratas de la mayoría en ambas Cámaras en las elecciones legislativas del 4 de noviembre de 2014, ya apunta quizás en este último aspecto, un cambio de tendencia que Bainbridge se apresuró a solicitar al día siguiente: 5 de diciembre de 2014[187].

3.2 LA DOBLE RELACIÓN DE AGENCIA

Desde Berle y Means, la doctrina societaria en los Estados Unidos ha entendido, unánimemente, que el derecho de sociedades debería tener como objetivo el control de los costes de agencia que se producían como consecuencia de la separación entre propiedad y gestión. Este control debía realizarse limitando las facultades de la dirección en beneficio de los accionistas de la sociedad que, en su condición de *residual claimants*, eran los mejor situados para realizar esta labor.

Así es, Berle temía, al igual que los más intuitivos pensadores políticos y económicos americanos, al poder sin responsabilidad. Y los II.II cada vez ejercen más poder, poder que afecta a todos los ciudadanos. La maduración de la comunidad de los II.II. crea la necesidad de constreñir su potencial y asegurar, de verdad, su apuesta por el largo plazo.

Strine[188] también observa con recelo como los II.II son los que realmente determinan «how the capital of these investors is put on work and how the mountain of

[187] Véase professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/securities-regulation.

[188] Leo S. Strine, «Toward common sense and common ground? Reflections on the shared interest of managers and labor in a more rational system of corporate governance», *Journal of Corporation Law* 33 (2007): 1. En este artículo, aunque el hoy presidente del Tribunal Supremo de Delaware, trata de explorar las zonas de interés comunes que pueden unir a la dirección y a los trabajadores de las Sociedades, en su defensa de las mismas, ante la rapacidad de los actuales accionistas, en lo que a nosotros nos interesa, se realiza una lúcida crítica a la actuación de algunos de los inversores institucionales que nosotros aprovechamos.

shares owned for their benefit is used to influence the management of public corporations[189]».

Tampoco escapa esta realidad al profesor de Stanford y Columbia, Gilson, quien enfatiza: «shareholders are increasingly sandwiched between two default sets of agency problems —those associated with corporate managers potential to disregard the interest of their shareholders, and those associated with managers owners of financial intermediaries potential to disregard the interest of their investors[190]». Nos encontramos ante lo que él denomina «*agency capitalism*». Terminología que nosotros asumimos.

En el mismo sentido, otros autores han incidido en que se trata de un doble problema de agencia entre ciudadanos inversores y los gestores de los fondos; y entre los gestores de los fondos y el management de la sociedad. Esta situación ha sido denominada «*agency capitalism*» o «*double agency society*[191]». También Bradley, nos indica que «la concentración de riqueza en las manos de los managers de los fondos desafía la tradicional teoría de la agencia que ha orientado el entendimiento del gobierno corporativo en los últimos años[192]». Y en el mismo sentido, Greenwood señaló «if investment managers are agents for the firm's investors, then those investors must rely on an agent and the agent of an agent (that is, the investment manager and the corporate manager) to deploy their capital in a productive manner. This potentially troubling development will be referred to as a cascading agency problem[193]».

Frentrop[194], abunda en la misma idea al indicarnos que «la legislación de sociedades ha sido utilizada para que las compañías sean correctamente gestionadas. Para este fin, se fija en parte en las responsabilidades del management frente a la junta general de accionistas. De todas formas, el derecho de sociedades no tiene en cuenta el hecho de que hoy en día, esta junta general está integrada por inversores institucionales que tienen su propio problema de agencia, en concreto, su responsabilidad con respecto a sus inversores…hay suficientes razones para asumir que los II.II, como resultado de su relación de agencia con sus clientes, no deberían considerarse preparados para desempeñar

[189] Ibíd., 4.
[190] Ronald J. Gilson, «Leo Strine third way: responding to agency capitalism», *The Journal of Corporation Law* 33 (2007): 48.
[191] «The interest of their two agents: the corporate manager/agents of our giant corporations, and money manager/agents in the new and unprecedent double-agency society of the recent era». John Bogle, *The clash of cultures*, 31.
[192] Michael Bradley et al., «The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: corporate governance at a crossroad», *Law and Contemporary Problems* 62, nº 3 (1999): 30.
[193] Daniel J.H. Greenwood, «Fictional shareholders: for whom are corporate managers trustees, revisited», *South California Law Review* 69 (1996): 1086.
[194] Frentrop, «Short termism of the institutional investors and the double agency problem»: 43.

el papel de accionistas activamente involucrados en las compañías cotizadas. Y dado que la mayoría de las acciones de estas compañías son propiedad de estos, nos encontramos con que ha surgido un desequilibrio estructural en las relaciones de gobierno corporativo (ibíd., 46)». Finalmente, concluye «un II.II. puede ser controlado, porque es también un agente. Sus principales pueden decidir cómo deben desempeñar su papel como accionistas (ibíd., 52)». Por supuesto, no podemos estar menos de acuerdo con esta afirmación. Como tantas veces hemos señalado, si al accionista de la gran sociedad cotizada, ni está ni se le espera, el inversor activista en un fondo, es una figura simple y llanamente inexistente.

3.2.1 Soluciones planteadas

Es innegable que ha habido una revolución en lo referente a la nueva propiedad y reconcentración de esta, de manera que, en palabras de la profesora de la Universidad de Massachusetts, Jennifer Taub: «yet, those who make decisions as to the direction of those investments and those who exercise the legal rights of ownership are not the real investors, but managers or ―registered investment advisers…thus, ownership is now separated again. Investment has been separated from legal title. Investors who are the risk-takers are now pushed further away from the decision makers, and the agency problem is amplified[195]». Por lo tanto, finaliza, debemos cambiar el énfasis del fortalecimiento de la posición del accionista a la del inversor partícipe en los fondos[196]. Máxime cuando el intermediario que está entre el inversor y el manager o directivo, está más cerca de estos que de los primeros. El problema es que los inversores no están interesados en el tema. Lo único que conseguiríamos es otra capa —más cara— de inversores obligados a ejercer unos derechos que no tienen ningún interés en ejercer. ¿Qué nos hace pensar que los inversores van a ser distintos a los accionistas, cuando además de estar más lejos del centro de decisión, no saben —ni les interesa— en que acciones les han invertido su dinero? La *shareholder apathy* es igual para todos.

Las políticamente populares propuestas para promover un accionariado estable o de largo plazo —como los dividendos extra y más derechos de voto— se fijan exclusivamente en la primera relación de agencia, aquella entre la compañía y el

[195] Taub, «Able but not willing: the failure of mutual fund advisers to advocate for shareholders' rights»: 867

[196] En este mismo sentido, Simon C. Y. Wong, «Tackling the root causes of shareholder passivity and short-termism», en donde demanda que «true shareholder reform must start at the top of the investment chain. Only when assets owners begin to take corporate governance seriously and aligns the interest of their assets managers with their own, can the aspirations of the ISC and Walker review be realized». *Financial Times* (14 de diciembre de 2009), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523924.

accionista, en la que el II.II. es el principal (accionista). Basándonos en todo lo dicho antes, podemos predecir que este tipo de medidas no servirán para alcanzar sus objetivos[197].

Davis en su libro apunta que en la interesante doble condición de los «plans participans», como stakeholders, (trabajadores, pensionistas, miembros de la comunidad) y como stockholders (en tanto que accionistas a través del fondo de determinadas compañías), puede estar la solución a los dos problemas relacionados del «corporate governance, namely social responsability and the need for an alternative for share price maximization as the measure of corporate performance…that is the plan participans actual needs, desires and preferences must be reflected in the Corporation decision making, rather than only the share price maximization preferences imputed to the artificially constructed shareholders[198]». La cuestión que se plantea Davis es qué es más importante: que el partícipe aporte las líneas maestras de la política de inversiones a los managers, o que el consejo y/o el investment management sean los que deciden sin ninguna directriz de los partícipes. Sigue preguntándose por qué los consejeros no son elegidos por los partícipes y sí por los investment management[199], y nos recuerda como Nader, Green y Seligman ya realizaron una propuesta en este sentido en 1976, que llegó a ser discutida en un *hearing* en el Congreso[200]. También rescata la realizada por MacIntosh para que el voto de los fondos fuera secreto y de esta forma aliviar la presión que la dirección de la compañía puede ejercer sobre la del fondo, amenazando incluso con retirarles la gestión de las pensiones de sus empleados[201]. Para finalizar, afirmando que el siguiente paso es la autorización a los partícipes a iniciar procesos, tanto en lo referente a la presentación de shareholders proposals ante el consejo del fondo, como para iniciar el procedimiento de modificación de las políticas de inversión; o simplemente, y como es hasta ahora en su caso, sólo tengan la posibilidad de ratificación de propuestas realizadas por la dirección[202].

Strine propone una serie de medidas, más académicas, que son las siguientes: i) desincetivar el trading a corto plazo con medidas fiscales; ii) exigir mayores limitaciones a las propuestas de aumento de riesgo y endeudamiento, que realizan los II.II; iii) alinear

[197] Frentrop, «Short termism of the institutional investors and the double agency problem»: 52.
[198] Ronald B. Davis, *Democratizing pension funds. Corporate governance and accountability* (Vancouver: UBC Press, 2008), 18.
[199] Ibíd., 72.
[200] Ibíd., 82.
[201] Ibíd., 117.
[202] Ibíd., 160.

los intereses del investment adviser con los de los inversores finales; iv) separar los fondos que gestionan los 401 (k) de otras inversiones más líquidas o a más corto plazo; v) que los index funds también voten; vi) regular el régimen jurídico de los hedge funds; vii) que los II.II informen con mayor frecuencia de sus intereses económicos y posiciones cortas; viii) restaurar «the sophisticated investor exception[203]» y requerir a los «pension, charitable and govermental investment funds» que inviertan solo a través de investment advisers autorizados por la IAA the 1940[204]; ix) no permitir que los fondos de pensiones, caridad, y del Gobierno, puedan recibir asesoramiento de los proxy advisors, a no ser que estos emitan su opinión o consejo como si estos fueran a mantener al menos cinco años la inversión. En conjunto, se trata de unas medidas bastante revolucionarias que, estamos seguros, no gustarán nada a sus destinatarios. Pero, tal y como dice a estos efectos el también juez Jacobs[205] «if the model no longer corresponds to the reality, then the theory may no longer be sound and should be reexamined».

Roberta S. Karmel[206] aboga por la muy anglosajona figura de imponer deberes de lealtad (fiduciary duties) de los accionistas de la sociedad, hacia esta. Señala, «the common law principle that directors owe a primary duty to their corporation and a secondary to the shareholders of that corporation has been gradually eroded by the federal securities laws so that directors are changed with owing duties to shareholders, with the corporation and other corporate constituencies relegated to a lower status. This essay will inquire as to whether large shareholders should obtain any such rights without also adquiring duties to the corporation in which they invest and other shareholders».

Existe otra interesante aportación, que aunque centrada en los public pensión funds, entendemos que es perfectamente extrapolable aplicándole, en su caso, unos mínimos correctores a cualquier otro tipo de fondo, y en concreto, al mutual fund. Nos referimos al trabajo del antiguo abogado de la SEC y ahora profesor en Berkley J. Finseth[207]. Este profesor defiende que los aportantes a un fondo público de pensiones tienen el derecho, en virtud de lo dispuesto en la Primera Enmienda a la Constitución de

[203] Véase http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/USCODE-2011-title15/pdf/USCODE-2011-title15-chap2A-subchapI-sec77d.pdf.

[204] Existe una propuesta de modificación de la mencionada Investment Advisers Act. de 1940, presentada en el Congreso el 25 de abril de, 2012por los senadores Bachus y MacCarthy.

[205] Jack B. Jacobs, «Does the new corporate shareholder profile call for a new corporate law paradigm». *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* XVIII (2012): 26.

[206] Roberta S. Karmel, «Should a duty to the corporation be imposed on institutional shareholders?». *Brooklyn Law School* Research Paper, nº 11 (2004). http://ssrn.com/abstract=546642, 2.

[207] Eric John Finseth, «Shareholder activism by public pension funds and the rights of Dissenting employees under the first amendment», *Harvard Journal of Law & Public Policy* 34 (2011): 289.

los Estados Unidos, a objetar e incluso opinar —a través del ejercicio del voto— sobre aquellas decisiones del fund management de naturaleza política o ideológica (como es el caso de invertir en fondos socialmente responsables, o incluso, en fondos que a su vez no inviertan en determinado tipo de industrias, como la nuclear, cárnica, tabaquera, etc.), que no guarden una relación directa con el objetivo principal del fondo que es proveer de la pactada pensión de jubilación a sus aportantes. En efecto, aunque está claro que la naturaleza pública de estos fondos (recordar que son los fondos que gestionan las pensiones de los empleados públicos, que por ley solo pueden aportar a este tipo de fondos), les otorga una especialidad con respecto a los privados o voluntarios, esta idea, también avanzada por el profesor de la canadiense British Columbia University, Davis[208], en el sentido que sería deseable el propiciar la participación de los partícipes en el control y dirección estratégica de los fondos[209], nos parece de un voluntarismo ingenuo.

Casi todas las soluciones propuestas pasan por reforzar la posición de los inversores iniciales. En muchos casos, aplicando a las mismas normas de gobierno corporativo pensadas para las sociedades cotizadas, algo que creemos no debería hacerse. La idiosincrasia, objetivos económicos y sociales, así como el vínculo de adhesión psicológica a una y otra organización, no tienen nada que ver. Precisamente lo que mueve a un inversor (y por lo que paga suculentas comisiones al gestor del fondo), es porque le gestionen su patrimonio, no teniendo él que dedicar, a este menester, más que un rato al año.

3.2.2 La diferente (e injustificada) percepción de una y otra relación de agencia

No acabamos de entender el por qué de esta diferencia de exigencia en el activismo esperado de los inversores o accionistas de fondos, y los accionistas de sociedades cotizadas. Nos estamos enfrentando a un segundo estadio de la evolución en la relación de agencia, al que Strine denomina «*separation of ownership from ownership*[210]». Sin propugnar la aplicación de las mismas prácticas y normas de

[208] Davis, *Democratizing pension funds*.
[209] «There are both normative and prudential reasons why plan participants ought to exercise a greater degree of democratic control over the Corporate Governance decisions of Funds held for their benefit, and why accountability for those decisions must flow from the funds managers to the plan participants». Ibíd., 4.
[210] Strine, «Toward common sense and common ground?»: 6.

gobierno a una relación y a otra (creemos que son muy distintas) lo que sí demandamos es una actuación igualmente rigurosa tanto en una como en otra.

Como se pregunta Lipton[211] en un artículo contestando a Strine, ¿por qué no existen proxy voting o contest en los fondos? ¿Por qué no pueden elegir directamente los partícipes a los miembros del consejo de administración? ¿Qué la gestión de un fondo es un trabajo complicado para el que se necesita un personal muy cualificado? ¿Qué los intereses de los distintos tipos de accionistas son difíciles de compaginar? ¿Qué las distancias y la *rathional apathy* hacen imposible el lograr la participación de los partícipes? ¿Qué encarecería los costos de administración y gestión del fondo? ¿Qué los partícipes no están preparados —por desconocimiento— para elegir a los posibles consejeros? ¿Qué es difícil dada la actual estructura de los II.II. determinar la cadena de participaciones que hacen casi imposible conocer en un tiempo razonable qué fondo participa en otro?, y continúa, «Totalmente de acuerdo a estas objeciones. Pero son exactamente las mismas que alegan los que se oponen a aumentar los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas».

Es decir, si se piensa esto para los accionistas ¿Por qué no para los partícipes de fondos, o incluso accionistas (ya que muchos eligen esta forma jurídica)?. En efecto, el primer interesado, el que realiza la aportación económica, y el que se juega su dinero es el partícipe, y no obviamente, el fund manager. Está claro que al igual que lo predicado para las sociedades mercantiles, tiene que existir un órgano especializado que gestione el fondo con criterios profesionales, y que sería de todo punto inviable que fuese gestionado de forma comanditaria o asamblearia por los partícipes. Lipton finaliza diciendo que tecnológicamente es perfectamente posible que la administración del fondo pueda calcular el tanto por ciento del fondo atribuible a cada partícipe que haya solicitado querer emitir su opinión en determinados asuntos.

En el mismo sentido, Strine nos señala que lo realmente extraño, por carecer de base legal, económica e incluso psicológica, es que los investment managers como grupo profesional, estén menos inclinados a aprovecharse de sus principales, que los directivos de sociedades que fabrican productos o prestan servicios. Así es. ¿Es que acaso la pertenencia a una u otra categoría —de creación exclusivamente legal— va a inmunizar a los de una de ellas, y por el contrario, va a alentar a los de otra, a abusar de sus principales? Cuando además —añadimos nosotros— los mecanismos de control que

[211] Martin Lipton y Paul K. Rowe, «The inconvenient truth about corporate governance: some thoughts on Vice-Chancellor Strine's essay», *The Journal of Corporation Law* 33 (2007): 64.

tienen los accionistas sobre la dirección de la empresa y el consejo, son mucho más sofisticados que los que tienen los partícipes con respecto a su consejo y a sus investment managers.

La falta de «proxy fights» y de cualquier otro tipo de activismo (tal y como se deduce de los paupérrimos datos presentados al principio de esta capítulo) —tan criticadas cuando se trata de sociedades operativas— son aceptadas con absoluta normalidad. La continua solicitud de reformas en las leyes de sociedades de los Estados, al objeto de que incorporen un fortalecimiento del derecho de los accionistas, no conlleva en paralelo la de la Investment Companies Act y la de la Investment Adviser Act, en el sentido de tratar de limitar los desmanes cometidos por algunos de estos conglomerados de fondos. Además finaliza Strine, digámoslo claramente, las compañías operativas, son las que de verdad aportan valor añadido, ya que son las que fabrican, prestan servicios e innovan, siendo el verdadero motor de la economía estadounidense.

CONCLUSIONES

Tras la labor de investigación realizada, pasamos a exponer nuestras conclusiones, de acuerdo con lo expuesto en el siguiente esquema:

I) Conclusiones generales relativas a la peculiaridad del derecho de sociedades en los EE.UU (1ª); así como a su plasmación en el corporate law de los Estados (2ª).

II) Causas de la obsolescencia del actual sistema de gobierno corporativo en aquel país: la apoteosis de la SHWM y la llegada de los inversores institucionales (3ª), el sistema de voto imposible (4ª), el ataque/progresión/ parasitación de los derivados (5ª).

III) Efectos de la actual situación: cortoplacismo y doble relación de agencia (6ª), el gobierno corporativo como fin en sí mismo (7ª), la SHWM deviene imprecisa (8ª), y la configuración de los corporate governance guidelines como más actualizada expresión del gobierno corporativo en los EE.UU (9ª)

IV) Propuestas de mejora: el voto voluntario de los II.II (10ª), la habilitación de los stakeholders (11ª), fomento del largo plazo (12ª), el refuerzo de la independencia del management y consejo (13ª), más regulación (14ª)

V) Propuesta futuras investigaciones (15ª).

Expongámoslas en su integridad,

I) Conclusiones generales relativas a la peculiaridad del derecho de sociedades en los EE.UU (1ª); así como a su plasmación en el corporate law de los Estados (2ª).

1ª.- Las peculiaridades del ordenamiento jurídico norteamericano en general, y en particular de su derecho societario, genera una serie de características propias y distintas en el sistema de gobierno corporativo de aquel país, que lo diferencian del europeo.

La impronta con la que marcó su régimen jurídico el legalismo real (como reacción a un formalismo anquilosante y paralizador) hace que el estudio del derecho se aborde desde una perspectiva multidisciplinar, que crea sorpresa en el investigador

europeo. El ansia de practicidad y eficacia en su producción normativa hace que para su estudio se utilicen aproximaciones desde otras ciencias sociales, especialmente la economía y la sociología. En especial, la primera de ellas le aporta el elemento empírico (demostrativo de sus opciones) que fundamenta una parte de la literatura que estudia el sistema de corporate governance. Así es, de la labor investigadora realizada sobre la misma, podemos concluir que sus razonamientos, conclusiones y propuestas están siempre testados sobre estudios prácticos, observaciones experimentadas y conocimientos testados. El estudio del derecho «desde dentro», es decir, de lo que «el derecho es», queda relegado a un segundo plano por ser considerado demasiado teórico, especulativo y poco resolutivo. ¿Por qué perder el tiempo con la naturaleza jurídica de la sociedad, si el estudio de los estatutos de las ya constituidas nos va a indicar cuáles son las preferencias de sus accionistas? Simplemente se modifica la ley en este sentido para facilitarles sus relaciones. El derecho de sociedades esta integrado por unas normas que sólo se activarán en defecto de pacto entre las partes. Es, por lo tanto, un derecho supletorio.

Con este caldo de cultivo tan propicio, no es de extrañar que en los años sesenta surgiera en Chicago la Escuela del Análisis Económico del Derecho. Esta teoría conceptúa la sociedad como un conjunto de derechos e intereses, que son ordenados y coordinados por los diferentes interesados o stakeholders que intervienen en la misma, a través de la contratación privada entre ellos. El management será el encargado de velar por la correcta armonización de los mismos.

De entre todos estos grupos de stakeholders, hay uno que no tienen asegurada la recuperación de su inversión: son los accionistas. El resto sí: los acreedores a través de las garantías reales sobre los propios bienes de la sociedad, o personales sobre el patrimonio de los socios; y los trabajadores a través de unos contratos y créditos preferentes contra la misma. Los accionistas sólo cobrarán cuando lo hayan hecho todos los demás y sólo en el caso en el que tras la liquidación, quede un remanente. Por esta razón, se les denomina también acreedores residuales o residual claimants. Por ello, y por su especial interés en la correcta gestión de la compañía, ya que insistimos sólo se resarcirán de su inversión cuando lo hayan hecho los demás; es el grupo en favor del cual ha de gestionarse la misma. Esta es la justificación de la Shareholder Wealth Maximization o propuesta de que las sociedades sean gestionadas en el exclusivo beneficio de sus accionistas.

Desde entonces, este ha sido un principio que ha sido seguido, casi sin oposición práctica, por la dirección y los consejos de las sociedades cotizadas. Es necesario matizar que los efectos de esta posición doctrinal sobre la propia compañía y resto de constituencies, estaban en cierta forma minorados, debido a que el poder real de la sociedad (los «medios» que señala Bainbridge) seguía en manos de la todo poderosa casta de managements o directivo. En efecto, los accionistas gozaban de unos derechos bastante limitados, como consecuencia de un proceso de «vaciado» que se produjo entre los años cuarenta y sesenta, coincidiendo con la fase de crecimiento más prolongado y sólido de la economía en la historia de los Estados Unidos. Estas décadas de éxitos económicos, en cierta forma legitimaron a un management, que aunque tenía que perseguir como fin social el incremento del valor del accionista, pudo y supo mantener el poder real en la compañía.

La crisis del petróleo en 1975, así como una serie de escándalos financieros mayúsculos, hizo que esta posición cuasiinamovible se tambaleara. Se comenzó a cuestionar al management y a buscar su control. La solución: más poder para los accionistas. En este proceso fueron determinantes (de nuevo) las grandes (e insospechadas) quiebras de principio de este siglo (Enron, Worldcom, Adelphia) y la legislación que se aprobó para su erradicación: la SOX. La crisis de 2008, coincidiendo con la llegada de la Administración Obama a la Casa Blanca ha sido el último episodio. El poder real (los «medios») ya no están en manos del management, sino en las de los accionistas. Se ha formado la tormenta perfecta.

En los Estados Unidos ha sido la SEC el órgano encargado de liderar el proceso de formación del corporate governance. Es por ello que estamos en un sistema «ruled based», a diferencia del europeo que confía más en la propia autorregulación de los distintos actores «principle based». Las razones tienen su origen en la devastadora crisis económico financiera del 1929. Crisis que también tuvo un componente social importantísimo. Como consecuencia de ello, el daño reputacional que sufrieron los mercados financieros en general, y el de acciones en particular, fue mayúsculo. Especialmente porque miles de pequeños accionistas quedaron atrapados en su implosión, engañados vilmente por un mercado sin controles, sin información veraz y por lo tanto, propicio para una serie de actuaciones realmente abyectas. Con estos antecedentes, los «progressive lawyers and politicians» de los que se valió Roosevelt para poner en marcha los aspectos jurídicos y económico-financieros del New Deal, no dudaron en lanzarse a la creación de un marco regulatorio que, en relación con el que

existió los años anteriores, fue muy restrictivo. Se aprobaron en seis años las cuatro grandes leyes sobre las que descansa el sistema de control y regulación de los mercados; es decir, la Securities Act, la Securities Exchange Act, la Investment Company Act y la Investment Adviser Act. Podemos decir realmente que la legislación sobre esta materia en los Estados Unidos ha ido siempre a remolque de grandes crisis o escándalos. Tras la mencionada del 29, la SOX como reacción a los escándalos de 2002, y la Dodd-Frank a la crisis de 2008.

La normativa que regula el derecho de sociedades o corporate law, es de competencia federada. Son por lo tanto los cincuenta estados los que la tienen de forma exclusiva. Y son cincuenta por tanto, las leyes de sociedades que existen. No obstante esta aparente dispersión, lo cierto es que la realidad es bastante homogénea. Las razones son dos. La primera, que casi treinta Estados siguen el modelo de estatutos que propuso la American Bar Association, y que son conocidos como la Model Business Company Act. La segunda, que el 50 por ciento de las quinientas mayores empresas cotizadas (en ratios de capitalización bursátil) tienen su domicilio social en Delaware, y por lo tanto, están sometidas a su ley de sociedades. El que este pequeño estado haya sido capaz de atraer a su jurisdicción a una parte importante de las grandes sociedades norteamericanas, es una consecuencia de la competencia legislativa que existe entre ellos. Mientras para muchos es esta la causa de una progresiva disminución de los derechos de los accionistas, y por lo tanto, síntoma de su «descomposición»; para otros por el contrario, es la esencia de su vibrante vitalidad. Así es, este pequeño estado ha sido capaz de mantener una legislación siempre actualizada, así como unos tribunales especializados y unos jueces y abogados con una gran preparación y altísimo prestigio profesional; todo lo cual le ha permitido ser, durante más de un siglo, el estado con el mayor número de sociedades domiciliadas en su territorio.

Las leyes de sociedades, en general son, como ya hemos dicho, normas supletorias que, en muchas de sus disposiciones sólo se activan en defecto de pacto entre las partes. No obstante, existe un contenido mínimo de carácter imperativo que busca la salvaguarda de una serie de derechos de los accionistas que el legislador considera fundamentales. Nos referimos al derecho a votar, a elegir a los miembros del consejo, y a aprobar en junta (sustrayéndolo del ámbito de atribuciones de un poderoso consejo) una serie de acuerdos de gran trascendencia societaria, entre los que destacamos las operaciones estructurales, las ampliaciones de capital y la modificación de los documentos sociales (articles of incorporation y bylaws).

El consejo de administración es un órgano al que, en comparación con los europeos, se la atribuyen bastantes facultades. Y aunque sus miembros han de ser reelegidos anualmente, el complicado sistema del proxy statement o voto por delegación, hace que las propuestas de aspirantes alternativos a los del propio consejo, tengan escasas posibilidades de éxito. Así es, los disidentes tendrán que realizar una siempre costosa campaña electoral que sólo les será reembolsada para el caso de que sus candidatos sean los elegidos por los accionistas. Esto hace que los porcentajes de éxito de estos no lleguen ni al 10 por ciento.

Sin embargo, el voto por delegación en los Estados Unidos es objeto de regulación por la SEC. En efecto, en un país-continente de las dimensiones del que nos ocupa, en el que la presencia física en la junta es la excepción a la regla, hizo pensar al legislador en la necesidad de unas normas que en cierta forma homogeneizase el derecho de voto por delegación en dos vertientes distintas. Una, en la estrictamente formal (para que todos los accionistas, con independencia de su estado de origen, así como de la legislación aplicable a la sociedad; estén sometidos a unas normas similares) y otra, en el sentido de que su contenido sustantivo fuese también igual para todos. Por ello en la Rule 14a-2(b)(1), aprobada por la SEC, se establece que estará sometido a esta norma todo accionista que solicite públicamente el voto de otros accionistas, con el objeto de obtener delegaciones para de esta forma poder aprobar sus propuestas o candidatos en la junta.

2ª.- Pero no obstante lo anteriormente expuesto, la realidad de la legislación de los estados federados es diferente a lo que podría deducirse por lo hasta ahora explicado. En este sentido, hemos constatado como casi cuarenta estados de la Unión incorporaron a sus legislaciones la posibilidad de que los consejeros y directivos tuvieran en cuenta, en la gestión diaria de la sociedad, no solo los intereses de los accionistas, sino también los de los otros stakeholders. Si bien esto no fue la consecuencia de un proceso de reflexión doctrinal, ni de madurez y ponderación legislativa que concluyera que, quizás, y en una amplia concepción del concepto de bien común, fuera recomendable esta ampliación del fin social. La realidad fue bien distinta. Estos denominados «constituencie statutes» o «stakeholders statutes» fueron el resultado de un periodo de alta inestabilidad, debido a la proliferación de OPAs que inundaron el mercado de aquel país. Aterrorizados por los efectos de este mercado de control societario, y en una extraña alianza sin antecedentes, los sindicatos, el management y los legislativos de

muchos estados, maniobraron para poner fin a la misma. Las razones eran claras, acabar con la desubicación de empresas (que afectaban a muchos estados), el cierre de plantas (que afectaban a los sindicatos) y el despido de directivos, que lógicamente afectaba a estos. ¿Cómo hacerlo? Además de a través de las poison pills, con la modificación de las legislaciones estatales en el sentido de permitir (que no obligar) que consejo y dirección persiguiesen otros intereses además de los de los accionistas. De esta forma podrían, tras la presentación de una OPA, rechazarla argumentando que aunque fuera buena para los accionistas (ya que el precio ofrecido era objetivamente superior al del mercado), sin embargo era contraria a los intereses del resto de los stakeholders.

Superado aquel periodo, las leyes no han cambiado, lo cual hubiese sido un perfecto acicate para tratar de profundizar en el stakeholderismo. Pero la realidad ha sido bien distinta. La implantación de la SHWM es de tal calado, que ni esta oportunidad legislativa única ha generado el más mínimo movimiento con el objeto de moderar este sólidamente asentado modelo.

Exactamente a la misma conclusión podemos llegar tras el estudio de los bylaws de las grandes sociedades estadounidenses. No nos queda ninguna duda de que en la realidad societaria es en donde, si cabe con mayor intensidad, han calado los principios de la SHWM.

Quizás por esta victoria ya conseguida en la práctica, el derecho de sociedades es «ambivalente», en feliz expresión de la doctrina. Es decir, es un derecho que no se significa demasiado en la conformación ideológica imperante doctrinalmente hablando. Realmente no le hace falta.

II) Causas de la obsolescencia del actual sistema de gobierno corporativo en aquel país: la apoteosis de la SHWM y la llegada de los inversores institucionales (3ª), el sistema de voto imposible (4ª), el ataque/progresión/ parasitación de los derivados (5ª).

3ª.- El sistema de gobierno corporativo, pensado sobre la aportación intelectual de, principalmente, Brandeis, Veblen, Ripley, Lippman, y sobre todo Berle y Means, que tenía como objetivo aminorar el problema de agencia surgido en el seno de la moderna sociedad cotizada por acciones, ha quedado obsoleto.

Dos son las principales razones de esta superación. Por un lado, que a la adopción de hecho (ya que la legislación de sociedades ha sido más ambivalente tal y como hemos indicado) de la Shareholder Wealth Maximization como fin primordial a perseguir por la dirección y consejo de la sociedad; se unió (tras la superación del managerialism) la propuesta doctrinal de que la mencionada SHWM debía alcanzarse fomentando los derechos de los accionistas (la Shareholder Primacy). Derechos que, hasta entonces, habían estado bajo mínimos debido al poder absoluto que hasta la década de los setenta tuvo en management. Y por el otro, la aparición de un nuevo concepto de accionista: los inversores institucionales.

La figura del accionista, como lógica consecuencia de la colonización del derecho de sociedades norteamericano por la Escuela del Análisis Económico del Derecho, se colocó como referente de la actuación gestora de los órganos de administración de la sociedad. Esto ha significado la toma de conciencia de estos como grupo clave en el control de los órganos de decisión de la corporation. El problema es que la misma ha coincidido con una reformulación del modo en el que estos han vehiculizado su participación en las sociedades cotizadas. Es decir, a través de las denominadas investment companies, cuyos principales exponentes son los fondos de pensiones, los mutual funds y los hedge funds.

Como lógico e interesado complemento, estos II.II., (sabiéndose ya epicentro del entramado societario) han presionado para obtener más derechos, pero utilizando el argumentario del pequeño y desamparado accionista que fue una de las premisas sobre la que se construyó el primer borrador de modelo de gobierno corporativo. Es decir, si el management era el problema, la solución debería ser el accionista (dar más poder al accionista). Esta máxima que, insistimos tuvo su momento y su sentido, fue diabólicamente aumentada y complementada por la SHWM en lo referente al fin último que habían de perseguir los administradores de la sociedad. Esta estrategia ha tenido también, como consecuencia lógica, el debilitamiento de la posición del management.

Por lo tanto, la culminación de la construcción ideológica y jurídico-normativa en que se concretó la SHWM fue el mencionado reforzamiento de los derechos de los accionistas, es decir, el shareholder empowerment o shareholder primacy. Ambas posiciones teóricas están recíprocamente influenciadas. A mayor SHWM, mayores derechos para los accionistas, y a mayores derechos de los accionistas más SHWM. Ambas se retroalimentan mutuamente. Pero esta simbiosis o interdependencia, será al mismo tiempo el origen de su decadencia y superación. La espiral no permite una

aceleración infinita, en tanto que un sobrecalentamiento de ambas producirá el descarrilamiento del sistema de gobierno corporativo, con importantes consecuencias para la estabilidad del sistema económico.

4ª.- Es necesario y urgente simplificar drásticamente el anticuado sistema de voto utilizado en las sociedades cotizadas norteamericanas. Es público y notorio que el vigente sistema es un caos, propicio al error, que además, y de nuevo, encarece sobre manera el ejercicio de este por parte de los accionistas. Han sido muchas las voces que se han alzado pidiendo su modernización, racionalización —recordemos que poniendo como ejemplo el sistema español entre otros— y simplificación. No existen, a día de hoy, motivos objetivos que justifiquen la permanencia del mismo. Será necesario, por tanto, vencer la resistencia de los actuales interesados en la supervivencia del sistema.

El problema es la duplicidad legislativa que existe en algunas cuestiones claves del sistema de voto, entre la legislación federal y la federada. En efecto, la legislación de los estados es la que determina quién es el accionista autorizado a votar cuando se convoca la junta. En otras palabras, a quién hay que enviar la proxy card y el proxy statement. Y esto se hace remitiéndolo al titular registral; es decir, el que aparece como propietario formal de las acciones en la lista de la compañía. En este caso, el titular registral coincide con el beneficial owner.

Sin embargo dado que en los Estados Unidos, normalmente las acciones están a nombre de los brokers o compañías de inversión, es necesario que, cuando esto ocurra, estas últimas identifiquen a los titulares finales para poderles enviar los mencionados proxy statements. En este caso, y debido a la adopción de un sistema de inmovilización de acciones a través del depósito universal de las mismas en una única compañía; resulta que estos intermediarios financieros tienen las acciones, no directamente, sino a través de cuentas en la Depository trust company (DTC) (que es donde están depositadas todas las acciones de sociedades cotizadas en los Estados Unidos, teniendo cada sociedad emisora una cuenta distinta con todas sus acciones). Por lo tanto, es esta compañía (en concreto su filial denominada Cede & Co.) la que aparece como propietaria en los listados de las sociedades emisoras cotizadas. El sistema de envío de materiales para la junta se complica, por tanto, exponencialmente.

El sistema comienza en la DTC, mejor dicho, a través de una filial de esta denominada Cede & Co (certificate depository). De forma y manera que esta última es la que aparece en todas las compañías como titular registral de las acciones, cuando estas son tenidas en «street name», es decir, a través de intermediarios financieros. Lo

cual ocurre en el 74 por ciento de las ocasiones en aquel país. Como hemos dicho, estos intermediarios son los titulares de todas las acciones cotizadas depositados en la DTC y tenidas bajo esta modalidad. Realmente se emiten una suerte de títulos múltiples denominados «jumbo» o «global certificates», comprensivos de emisiones enteras de acciones. Estas son tenidas en la DTC en «fungible bulk», esto es, de forma fungible, por lo que cada participante (insistimos, los intermediarios financieros, no los propietarios finales o beneficial owners) es titular de un número determinado de acciones, pero sin que se le asignen concretamente unas numeradas y especificadas. El beneficiario o titular final y verdadero, lo que tiene es un derecho sobre la cuota parte que sus acciones representan sobre el total de las que es propietario el intermediario financiero.

Una vez la sociedad convoca la junta y determina la record date, la sociedad emisora solicita a la DTC una securities position listing a esa fecha. Es decir, quiénes son los intermediarios financieros titulares de sus acciones (y por lo tanto, legal ownership, o propietarios legales; frente a los beneficial ownership o propietarios beneficiarios), así como de cuántas son propietarios cada uno. Como Cede &Co. es la titular formal, tiene que otorgar un poder general con amplísimas facultades conocido como «omnibus proxy» en favor de los intermediarios financieros (insistimos, titulares indirectos de las acciones), para que estos puedan votar en las juntas, o para que, a su vez, puedan proceder a la delegación en favor de los beneficial owners; en el improbable caso de que estos quisieran votar. Después de haber identificado la sociedad emisora a los intermediarios que tienen posiciones en sus acciones (propietarios registrales), debe enviarles a cada uno de ellos una «search card», para que le informen si su posición es en nombre propio o en la de algún o algunos beneficial owners. En este último caso deberá identificarlos para que la emisora que va a celebrar la junta, pueda enviar a cada uno de ellos un proxy statement. Los intermediarios financieros tienen un plazo de siete días para contestar.

Una vez ya identificados los beneficial owners, se pueden remitir los proxy statements, normalmente a través de una empresa especializada en estos envíos denominada «third party proxy service provider». A estos últimos los paga, por supuesto, la sociedad emisora. Y junto con el proxy statement reciben —los beneficial owners— una VIF, «voting instruction form». La cumplimentan y la devuelven a los intermediarios para que estos voten en su nombre. Realmente la VIF es más una tarjeta de delegación de voto que de asistencia, por lo que si algún beneficial owner quiere

acudir personalmente, deberá solicitar la tarjeta de asistencia directamente a la sociedad. Una vez estas tarjetas son debidamente cumplimentadas, los titulares registrales las envían directamente al vote tabulator, mientras que los titulares reales las devuelven al intermediario financiero que tras realizar las sumas de votos de todos los beneficial owners, las reenvían a aquel.

Sabedor el mercado (ya que ha sido una norma promovida por el NYSE), del alto porcentaje de las acciones de las empresas que cotizan en bolsa, que son tenidas en street name; ha regulado el modo en el que los intermediarios financieros puedan emitir sus votos para el caso de no recibir instrucciones en este sentido por parte los beneficial owners. Tradicionalmente esta materia, que ha estado regulada en la Rule 452 del NYSE, señalaba que si con diez días de antelación a la celebración de la junta no se recibían instrucciones expresas por parte de estos, sobre en qué sentido votar, los intermediarios financieros podrían emitir el voto con absoluta libertad. Esta libertad, que ha sido muy criticada por el activismo accionarial (ya que de forma mayoritaria los II.FF. votaban a favor de las propuestas del consejo), sin embargo tenía un aspecto positivo. Y este no era otro que el de ayudar de forma importante a que las compañías pudiesen alcanzar los quórums de constitución y de votación legalmente exigidos para la válida adopción de los acuerdos. Ante esta posibilidad, y siendo consciente el propio NYSE de que la prohibición absoluta podría causar muchos más problemas que ventajas, se optó por una solución intermedia. Y esta ha sido que los brokers y resto de intermediarios financieros, conserven su facultad de votar en nombre de los beneficial owners, si con diez días de antelación no reciben instrucciones; pero solo para el caso de que los puntos del orden del día sean «routine matters». De no ser así, es decir, si se trata de las veintiuna «non-routine matters» recogidas en la vigente Rule 451 (11), los intermediarios no podrán votar si no han recibido indicaciones precisas al respecto.

Expuesto el sistema, no es de extrañar que retrasos en unas u otras entregas, pérdidas de documentación, la existencia de acciones prestadas e incluso de fallos materiales en nombres y domicilios, acaben generando muchos más errores de los aceptables. Este desfase es comúnmente conocido como el «overvoting» y el «undervoting», que obviamente hacen referencia a cuando se emiten más o menos votos de los que legalmente están autorizados los accionistas. En los primeros casos, los propios intermediarios financieros y sus proxy providers son los encargados de ajustar los votos que cada beneficial owner puede emitir. En palabras de la SEC, que no hacen sino reconocer la existencia de una seria divergencia: «esta práctica produce serias

preocupaciones en lo referente a si los votos son atribuidos al accionista correcto y además en su número apropiado». Con respecto al otro gran problema —las acciones prestadas— son los brokers y dealers los que tienen que determinar a quién adjudican el voto (ya que en muchas ocasiones no queda claro si es el prestamista o el prestatario el facultado para votar).

Además, la existencia de un enjambre de empresas especializadas (los transfer agents, los proxy services providers, los proxy solicitors y los vote tabulators, entre otros), que intermedian en este ya de por si enmarañado proceso, no añade sino confusión al mismo. Compañías intermediarias a las que, por supuesto, ha de pagar la sociedad emisora.

El origen es el «paper crunch» de los años setenta. Un aumento importante de los volúmenes de acciones contratadas, no seguido de una actualización eficiente de los sistemas informáticos y de los recursos de los brokers, hizo que se produjera un retraso importantísimo en la liquidación de las operaciones. Esto provocó que la Bolsa de Nueva York tuviera que cerrar un día por semana, durante varios meses, al objeto de que los intermediarios financieros se pusieran al día con sus clientes. A finales de 1968 existían transacciones sin liquidar por importe de 4000 millones de dólares (la cual era una cifra realmente desorbitada en aquella fecha), lo que a la postre significó la quiebra de algunos de los grandes brokers del momento. La consecuencia más importante de esta crisis, además de pequeñas modificaciones en la Securities Act y en la Securities Exchange Act, fue la puesta en marcha del «indirect holding system» que, increíblemente aún sigue operativo a día de hoy.

Como resultado del mencionado cuasicolapso del sistema, la SEC convocó una conferencia que tenía como objetivo evaluar las mejoras en el mismo que hicieran prácticamente imposible un nuevo caos. Las propuestas eran en esquema, dos. Una, que proponía la intercorrelación entre los transfer agents de las emisoras, a través de un sistema en el que se transmitirían las acciones de forma «desmaterializada» (algo parecido a una anotación en cuenta), siendo registradas como un apunte contable en los libros de los compradores y vendedores. Y la otra, crear un sistema en el que los certificados (materiales) de las acciones serían depositados (e inmovilizados) en un único depositario; transmitiéndose, por tanto, derechos sobre las cuentas de los titulares reales de esas acciones. Este segundo sistema, que fue el recomendado por el Banking and Securities Industry Committe (BASIC) fue el que se eligió, aunque en principio de forma «transitoria».

Las razones de esta sorprendente elección (se trataba de un sistema cuyo antecedente fue el modelo austriaco de compensación y liquidación de valores de finales del siglo XIX) fueron, por un lado la presión del mercado de Nueva York que había perdido la preeminencia como centro financiero más importante del país debido a la derogación de las comisiones fijas (may day) y al lanzamiento del nuevo mercado descentralizado NASDAQ; y por el otro, que el Congreso (muy apremiado por la prensa) optó por la seguridad antes que por la agilidad y eficiencia. El resultado, un sistema de inmovilización de los certificados de las acciones en una única compañía, la Depository Trust Company, y su filial Cede & Co, ambas bajo el control del NYSE; que sin embargo, suponía un pesadilla para los accionistas y sus relaciones con la sociedad emisora. En efecto, este sistema, al no permitir ni la entrega de los títulos, ni la del registro inicial de la transmisión (ya que las acciones siempre están a nombre del depositario) crea una discrepancia entre la propiedad real o final de la acción (quien es el verdadero accionista que ha invertido sus ahorros en las acciones de la compañía) y el propietario legal o aparente, que es el que aparece en los registros de la sociedad emisora; que, como ya hemos dicho, y siempre que las acciones estén tenidas en street name, será Cede & co. Lo que se transmite por tanto, más que las propias acciones, son los derechos contra las cuentas del depositario central que acreditan la titularidad de las acciones. Por lo tanto, los emisores no saben quiénes son los verdaderos propietarios de las mismas. Para tratar de paliar esta grave disfunción, la SEC aprobó las shareholders communication rules, que exigen a los intermediarios financieros hacer llegar a los verdaderos accionistas los proxy materials a un módico precio.

En 2008 entró en vigor el Direct Registration System (DRS), que parcialmente solventó el problema, al permitir que los accionistas finales pudieran elegir si querían o no tener sus acciones a su propio nombre o en el de Cede & Co. Pero lo cierto es que la presión de los brokers, dealers y resto de intermediarios que viven de este suculento negocio, así como la promesa de que el sistema tradicional les permitiría actuar de forma más segura y confidencial; ha propiciado que la situación, de hecho, continúe inalterada.

La peculiaridad de este sistema hizo que se adaptase al mismo el artículo 8 del Uniform Commercial Code (equivalente a nuestro Código de Comercio), el cual ahora determina que al titular real o beneficial owner de unas acciones depositadas en una custodial account, a través de un intermediario (es decir exactamente la situación descrita y que se da en la mayoría de los casos en los Estados Unidos), se le considera

como titular de un securities entitlement. Es decir, de un título para exigir un determinado activo financiero; pero no propietario directo del mismo. El problema es que los derechos de sociedades de los estados no han procedido a realizar la señalada adaptación, lo cual genera la divergencia expuesta.

Visto este sistema, laberíntico, caro, lento, complicado en su comprensión, y que inicialmente fue aprobado (hace ya más de cuarenta años) de forma transitoria; no podemos sino preguntarnos cuáles serán las verdaderas razones de su contumaz permanencia.

Las recientemente mencionadas disfunciones, origen del complejísimo sistema de voto en los Estados Unidos, hacen que las dos principales manifestaciones del mismo sean, para un ciudadano español o europeo, un espectáculo más digno de una trama hollywoodiense que de una realidad de tan importantes consecuencias jurídico económicas. Nos referimos por un lado, a la votación de los candidatos a ser consejeros (y en especial la búsqueda de apoyos para aspirantes alternativos a los propuestos por el consejo); y por otro, el voto de las denominadas shareholders proposals.

En lo referente al estudio de estas últimas (recordemos que aunque obtengan un apoyo mayoritario de los socios no vinculan al consejo), podemos concluir lo siguiente. Primero, que los autores de las mismas son, fundamentalmente, fondos de pensiones públicos, fondos de sindicatos y fondos manejados por instituciones religiosas (entre los que podemos destacar los de la Iglesia Católica) que en su mayoría persiguen fines sociales entre los que destacamos las referentes al cambio climático y a políticas de género. Así mismo, se presentan otras de carácter más corporativo, como las relativas a las labores de lobby; la separación del cargo de Chairman y CEO de la compañía en aquellas sociedades en las que aún están unidos ambas figuras. Segundo, que a pesar de las trece limitaciones impuestas por la Rule 14a-8, y de la mayoría de «no action letters» que son respaldadas por la SEC, es cierto que cada vez es mayor el número de propuestas que se presentan, así como el apoyo recibido de entre los accionistas. Sírvanos esta circunstancia como un termómetro del activismo accionarial, que aunque ha experimentado un repunte, no ha llegado a los niveles que algunos tratadistas nos quieren hacer ver.

5ª.- La mención a los derivados y a su creciente importancia en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, entendemos que debe realizarse en conjunto

con las propuestas que doctrinalmente han sido presentadas, con el objeto de limitar los devastadores efectos que, en esta materia, pueden llegar a producir.

Los genéricamente denominados derivados, es decir, los contratos de futuros sobre acciones, es la principal fuente de «decoupling» o separación entre los derechos que tradicionalmente y de forma unitaria conformaban la condición del accionista. Estos derivados, cuyo efecto práctico es la separación (y asignación a sujetos distintos) de los derechos económicos y de los políticos (en especial, el derecho de voto); tiene su origen en prácticas de ingeniería financiera que persiguen la creación de nuevos productos para atender necesidades y ofrecer posibilidades de inversión a los clientes de este mercado, así como para generar unos ingresos extra entre los inversores institucionales.

Nos encontramos por lo tanto, que a la separación entre propiedad y control denunciada por Berle y Means, es necesario añadir la separación de los derechos de los accionistas, con la posible atribución de alguno de ellos a sujetos que, ni son accionistas (ni formal, ni materialmente) ni tampoco tienen interés alguno en la marcha de la sociedad. El fundamento ideológico que ha sustentado tanto los principios configuradores de las sociedades cotizadas, como los del gobierno corporativo; es decir, la existencia de accionistas interesados en la marcha y el éxito de la sociedad, debido a que el fracaso de la misma significaría la pérdida de la inversión por ellos realizada, ha sido superado por la realidad.

Los profesores de la Universidad de Texas, Hu y Black, a quienes debemos el primer estudio sistematizado de esta realidad, nos clasifican de forma básica las distintas posibilidades en las que estos derivados pueden materializarse. En primer lugar, mencionan el «empty voting», que es la tenencia de más votos de los que se derivarían de la posición económica del titular. En segundo lugar, el «negative voting», que se da cuando un accionista se beneficia de la bajada de valor de una acción. Y en tercer lugar, el «hidden» o «morphable owner», que es el accionista que tiene más posición económica que derechos.

Ante esta situación, la doctrina ha sugerido diversas soluciones, probablemente ninguna de las cuales sea por sí sola la adecuada. Pero no nos cabe ninguna duda de que de la combinación de algunas de ellas obtendremos el remedio que mejor se adapte a este problema. Ya adelantamos que las mismas son, en general, bastante restrictivas, optándose mayoritariamente, sino por una prohibición total, si por una parcial de estos derivados.

Martin y Partnoy propugnan la prohibición del decoupling en dos niveles, tanto a nivel regulador (a través de la SEC) como a nivel societario (la legislación de los estados). Katz, aboga por la prohibición total de los derivados; afirmando que caso contrario se fomentara una «low cost corporate influence» que solo beneficiará a los más agresivos de los hedge funds.

Kahan y Rock afirman que el fenómeno no ha sido suficientemente estudiado, por lo que sería precipitado tomar ahora decisiones. Dombalagian afirma que a pesar de los evidentes peligros, los derivados aportan más beneficios que problemas, y que por lo tanto, no deberían ser alterada su actual regulación. Thompson y Edelman insisten en que debe existir alineación entre el interés del voto y los intereses colectivos de los accionistas, poniendo muy en duda que una mayor información a este respecto pueda llevar a un control de la situación. Por ello, proponen que a través de una modificación legislativa se prohíba la emisión de más votos que los que correspondan a las acciones que se tengan en el régimen de propiedad tradicional.

Hu y Black, en unas conclusiones más elaboradas, proponen lo siguiente: primero, que las grandes sociedades puedan limitar en sus estatutos el empty voting, exigiendo que se certifique que los derechos de voto no exceden en un veinte por ciento al verdadero interés económico en la compañía (por lo que admitirían un pequeño desajuste). Segundo, prohibir el voto con interés económico negativo. Tercero, regular con eficacia el préstamo de acciones, así como la devolución de las mismas en tiempo y forma, para que su legítimo propietario sea el único facultado para votar si así lo desea. Cuarto, modificar el derecho de sociedades para aplicar el principio de proporcionalidad cuando hay overvoting; así como separar la fecha del pago del dividendo, de la record date.

Karmel solicita de la SEC que elimine a los empty voters de entre los accionistas autorizados para proponer consejeros, así como a ser elegidos por la junta general de accionistas. Además, cualquier accionista que en virtud de estos derivados, vea alterada su posición jurídica en uno u otro sentido deberá comunicarlo a la propia sociedad y también a la SEC. Es muy crítico con estas posiciones añadiendo que debería limitarse el acceso de estos empty voters al voto por delegación, debido a que no puede admitirse cambios en el consejo, de forma «barata», es decir por pseudoaccionistas. Además, el uso egoísta de estos derivados, les deslegitima como actores idóneos para «retar» a los candidatos propuestos por el consejo.

Cohen realiza una clasificación de los diversos tipos de respuestas que existen a este conflicto. Son las siguientes: aprobación de una política de información mucho más exigente (lo cual conllevará unos importantes costes de implantación); prohibición de voto de cualquier acción «hedge» o cubierta, opción que en opinión de este autor sería difícil de ejecutar; y el prohibir el voto a las acciones prestadas, lo cual es también bastante difícil de poner en práctica.

No podemos dejar de concluir que esta es la principal amenaza (al margen de otros efectos positivos, como pueden ser el de dotar de liquidez a los mercados) que sobre la actual estructura de la sociedad mercantil capitalista existe en aquel país y que sospechamos, que con ligeras variantes, acabará instalándose en Europa. Simplemente, y es necesario decirlo, dinamita y altera de forma radical los principios esenciales de la teoría de la sociedad y de la agencia en aquel país.

Nosotros nos posicionamos claramente a favor de un sistema restrictivo que, desde luego prohíba el negative voting y que limite las otras variantes de forma casi absoluta. Entendemos que dada su capacidad distorsionadora, solo con importantes restricciones y límites en su ejercicio (y por supuesto, con una información completa), estos instrumentos financieros tienen sentido en un régimen jurídico (el de las corporations) y en un sistema (el del gobierno corporativo) que pretenden la protección del eslabón más débil en la cadena de las relaciones jurídico societarias.

III) Efectos de la actual situación: cortoplacismo y doble relación de agencia (6ª), el gobierno corporativo como fin en sí mismo (7ª), la SHWM deviene imprecisa (8ª), y la configuración de los corporate governance guidelines como más actualizada expresión del gobierno corporativo en los EE.UU. (9ª)

6ª.- Los efectos de la alteración de las bases sobre las que se ideó el gobierno corporativo ha tenido como consecuencias no deseadas el cortoplacismo de los II.II. y el problema de la doble relación de agencia. Consecuencias que afectan tanto a la compañía cotizada como a la sociedad civil en general.

Debido a la estructura jurídica y funcionamiento de las principales sociedades de inversión, especialmente los mutual funds y los pension funds, se ha puesto de manifiesto un gravísimo conflicto al que, sorprendentemente, la doctrina de los Estados Unidos le ha dedicado escasísima atención.

Este problema es debido a las diferentes relaciones de agencia que se revelan en el funcionamiento de los mencionados tipos de inversores institucionales. En primer lugar, los que nacen entre la dirección técnica del fondo y sus accionistas o partícipes. Y en segundo, los que surgen entre aquellos, y por un lado los accionistas, y por otro la dirección y el consejo de la sociedad en la que el fondo ha realizado una inversión.

En la primera de ellas, la dirección técnica del mismo, está encomendada a gestores profesionales; los denominados investment advisers. Estos son compañías independientes cuyo objeto social es la gestión de fondos. Son compañías con accionistas propios, muchas de las cuales cotizan a su vez en bolsa, por lo que «sufren» (al igual que cualquier otra sociedad cotizada) la presión de sus propios accionistas, y del mercado en general. Los agentes (los asesores) ¿que primarán en su quehacer diario? ¿los intereses de sus accionistas o los del fondo por cuya gestión cobran una comisión? A pesar de la existencia de normas que tratan de solventar las evidentes colisiones que surgen de este frontal conflicto, entendemos que las mismas han tenido un escaso éxito.

En la segunda, los gestores de estos fondos (solo formalmente controlados por un consejo de administración «rehén» de aquellos) se encuentran perturbados por el siguiente conflicto: ¿Realizarán una labor de control sobre el management que beneficie a la sociedad en la que participan —que es en síntesis el objeto del gobierno corporativo— o por el contrario primarán no ya el interés de los accionistas o partícipes del fondo, sino incluso el de sus propios accionistas? En este entramado de relaciones desempeñan a la vez el papel de principales y agentes. O lo que es lo mismo, al final los inversores iniciales, deberán confiar en el agente de un agente como gerente último de sus intereses en la sociedad final. No es racionalmente concebible que ante tal situación, no exista una altísima probabilidad de que alguien busque su propio interés. Y la realidad es que el derecho no tiene los mecanismos para evitar estas desviaciones.

Este es, creemos, el verdadero problema de fondo que late en el corazón del sistema de derecho corporativo de los Estados Unidos. Máxime cuando de forma irreflexiva, se ha señalado a los II.II., como únicos posibles salvadores del mismo.

7ª.- El propio argumento señalado en el primer párrafo de la introducción a esta Tesis, (que nos decidió en la elección del tema) nos debe, a su vez, hacer reflexionar sobre las verdaderas dimensiones que el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas está adquiriendo en los Estados Unidos. Se está exigiendo a las empresas un

esfuerzo material y humano que, creemos, es desproporcionado con el retorno que desde cualquier ámbito, recibirá, no ya la propia compañía, sino la sociedad civil en general.

Entendemos que el corporate governance sufre de agotamiento por sobre-explotación, siendo necesario su enfriamiento y redimensionamiento para que de verdad pueda ser un instrumento útil en beneficio de la sociedad y de todos sus constituencies.

El gobierno no puede ser un fin en sí mismo, en una vorágine en la que ganen sólo los prestadores de los servicios por ellos mismos inventados. Como siempre, los pagadores son, al final, el pequeño ahorrador al que, vía comisiones o reducción del dividendo, se le trasladan los costes que se le han generado a la sociedad.

En definitiva, se trata de adecuar el contenido del gobierno corporativo a su real objeto, es decir, el control y alineamiento de los intereses del management con los de los accionistas. Evitar por tanto la creación de normas y recomendaciones supérfluas y superpuestas que traten de controlar comportamientos humanos más propios de otras ramas del ordenamiento jurídico o incluso de la ética; que de determinar y regular relaciones jurídicas en el marco de la relación de agencia.

8ª.- Las muy distintas percepciones de la realidad societaria entre los diferentes accionistas, tal y como acabamos de mencionar; la aparición de derivados financieros que, entre otras finalidades, muchas veces persiguen la opacidad (hidden ownership) no solo de sus titulares, sino también de los verdaderos intereses que motivan el sentido del voto; así como la circunstancia de que el período de permanencia de muchos II.II. en las sociedades es solamente de meses, semanas, incluso días u horas (los accionistas de una gran sociedad pueden llegar a rotar totalmente en un plazo de nueve meses); han hecho que la SHWM haya perdido su máximo atractivo que era, precisamente, la claridad y sencillez en su enunciado. Así es, si decíamos que la gran crítica a la stakeholder theory, frente a la SHWM, era la —real— dificultad por graduar las preferencias e intereses de todos los constituencies; ahora nos encontramos con que este argumento se vuelve en su contra. Podemos afirmar sin miedo a equivocarnos que, dado el escenario existente en los Estados Unidos, se ha desdibujado el concepto de accionista de tal manera, que ya no es fácil afirmar esta cualidad de los titulares formales de las acciones. Preguntas hasta ahora tan fáciles de responder como ¿Quién es el accionista? ¿Qué intereses hay que perseguir en su beneficio? ¿Existe una única política que beneficie, de forma general, a todos ellos? ¿Es el incremento del valor del accionista el desiderátum que, en todo caso, les beneficia por igual?; han perdido claridad y certeza en su respuesta.

Realmente, el problema es de tal calado, que podemos incluso preguntarnos si el derecho de sociedades podrá seguir confiando en los accionistas como guardianes de la sociedad, frente al hipotético asalto a la misma por parte de los intereses, tanto del management del inversor institucional, como del management de la propia sociedad.

9ª.- De nuestro examen de los CGG, no podemos más que concluir el estricto cumplimiento formal de los mismos con respecto a lo exigido por el Listed Company Manual del NYSE. Hemos detectado escasas originalidades o escapadas fuera del standard comúnmente aceptado a estos efectos. Es decir, la SHWM en estado puro. La razón es evidente. Si tal y como hemos ya expuesto, casi el 70 por ciento de las grandes sociedades cotizadas es propiedad de los inversores institucionales ¿Cómo iban a permitir estos que en las compañías en las que están invertidos se apartaran de la mencionada SHWM? ¿Por qué iban a dar entrada a otros constituencies en su particular coto privado de caza? ¿Por qué repartir la tarta? No lo harán.

Sí debemos reconocer que el NYSE, el NASDAQ, y las empresas en ellos cotizadas, tienen una rápida capacidad de adaptación a la realidad del gobierno corporativo, que nos permite su estudio de forma directa y práctica. Así es, estos CGG son el mejor exponente de cómo entienden sus principales normas, sus directos destinatarios: los accionistas.

Con respecto a los consejeros independientes, las grandes sociedades de forma mayoritaria exigen que al menos un 75 por ciento de los mismos tenga esta cualidad. Pero mientras que en España (o en Europa) el resto de ellos suelen ser dominicales, en aquel país, (y dada la inexistencia de participaciones significativas con vocación de permanencia, conformadas en torno a familias o entidades financieras) son, o ex directivos, o directamente directivos de la compañía capitaneados por el CEO.

En estos documentos, al igual que en los bylaws, se hace patente la siempre universalmente presente SHWM. Los mismos no dan otra opción al management y al consejo que gestionar la compañía en el solo y exclusivo beneficio de sus accionistas.

La presencia de un consejero independiente coordinador, que además tiene una especial razón de ser en el caso de que la figura del Chairman y la del CEO coincidan en la misma persona; está adquiriendo en todo caso una proyección importante. Son ya cincuenta y cinco las sociedades que, en todo caso exigen esta figura, frente a cincuenta y cuatro que sólo lo hacen si se da el caso de la mencionada coincidencia; mientras que seis lo dejan al criterio del consejo. El resto no lo mencionan. Es un cargo que

mayoritariamente se nombra por un año y para el que, aquellas sociedades que lo incorporan, disponen de un procedimiento a través del cual cualquier accionista pueda ponerse en contacto con él.

Las Executive sessions son objeto de atención en todos los CGG. Mayoritariamente, las sociedades separan las reuniones de solo consejeros independientes, de aquellas otras en las que pueden estar presentes consejeros non-management; en la distinción que precisamente realiza el NYSE. Casi un tercio de las sociedades analizadas vinculan la executive session con alguna reunión del consejo de administración, ya que indican que se celebre antes o después de alguna de ellas.

Damos por supuesto el conocimiento de los tres comités obligatorios y su formación; es decir: el de auditoría (mínimo tres miembros, todos expertos contables), el de nombramientos y gobierno corporativo (sin número mínimo de miembros) y el de retribuciones, que tampoco señala un límite. Con respecto a la posibilidad de otros, podemos afirmar que los CGG en general alientan y favorecen su creación, existiendo sociedades que tienen hasta siete comités distintos. Entre los más implantados están aquellos con ciertas connotaciones sociales, como son los denominados public responsability o los de recursos humanos; también gozan de gran predicamento los relacionados con el medio ambiente. Además y atendiendo a las especifidades del negocio al que se dedique cada sociedad en concreto, podemos citar los de «credit and finance» de entidades financieras, los de «research» de las farmaceúticas, el «nuclear oversighy committee» de una energética, el de «security» de una de aviónica militar, el «international» de una multinacional fabricante de aluminio, y el de «adquisitions» de Google. Casi todas apuestan por la rotación de los miembros del consejo entre los distintos comités, con plazos de permanencia que van desde los tres hasta los seis años en cada uno de ellos.

Directamente conectado con esta última cuestión, enlazamos con la duración del cargo de consejero. A este respecto, podemos afirmar que de forma casi unánime las grandes sociedades cotizadas, aunque exigen que el nombramiento sea anual (siguiendo en esto, como no podía ser de otra forma, al derecho de sociedades de los estados que es el que lo regula), por el contrario permiten la reelección de los mismos cuantas veces sea necesaria (unicamente limitada por la edad máxima para ser consejero tal y como seguidamente expondremos). Solo Walt Disney y Supervalue lo limitan a quince años, y Wall-Mart a diez. De las ciento cincuenta CGG analizados, ciento trece señalan límites de edad. Los más señalados son: los setenta y dos años indicados en sesenta y

dos ocasiones y los setenta y cinco años en veintiocho ocasiones. La edad más madura son los ochenta determinados por Chesapeake Energy. Y la más joven setenta y uno.

En cuanto a los requisitos exigidos para poder optar al puesto de consejero, hemos llegado a las siguientes conclusiones. En primer lugar, que las dos principales fuentes de las que se nutre el consejo para la selección de candidatos son los propios contactos de la comisión de nombramientos, pero, sobre todo, las sociedades especializadas en la prestación de estos servicios. Los criterios concretos son todos bastante parecidos: en una redacción bastante generalista, se mezclan desde los conocimientos profesionales hasta exigencias de otro tipo, como son la integridad, sabiduría, confianza en uno mismo, pasión, o creatividad. Pero es cierto que en la mayoría se priman conocimientos económico-financieros. Aunque se ha escrito bastante sobre la conveniencia, o no, de que los antiguos CEOs continúen en el consejo, se ha concluido de forma mayoritaria que no es recomendable.

El número de miembros que han de integrar el consejo varía, lógicamente, con las dimensiones de la sociedad de la que es el órgano de administración. La mayoría de las empresas no determinan un número específico, remitiéndose a las propuestas que anualmente, y después de calibrar todas las circunstancias que concurren en un escenario determinado, realice el propio consejo a la junta. No obstante, las hay que indican un número fijo, como por ejemplo Freeport-McMoran Copper & Gold que lo fija en dieciséis; las que señalan un mínimo y un máximo en una banda baja, como es el caso de Community Health System, con una horquilla entre tres y ocho; o en una banda alta como puede ser Dow Chemical, entre seis y veintiuno, o Ford Motor, entre diez y veinte. Finalmente, otras sólo mencionan un mínimo, Google, cinco; o un máximo, Jabil Circuit con doce. Además, en determinadas ocasiones se nombra a observers o advisory directors que pueden asistir a la reunión con voz y sin voto. Estos son, muchas veces, posibles candidatos al puesto de consejero en un futuro, que son incorporados al mismo con el objeto de que se vayan formando en los entresijos de la sociedad.

La diversidad dentro del consejo tiene un enfoque bastante diferente del que se da en Europa en general, y en España en particular. Quizás más preocupados por la multiracialidad de su país, como por la multinacionalidad de sus empresas, ponen mucho más empeño en estas dos características (raza y nacionalidad) que en el género.

La retribución del consejo es una materia de la máxima actualidad tanto a uno como al otro lado del Atlántico. Diversas quiebras bochornosas, así como una crisis económico- financiera que, desde luego, no dejó a nadie indiferente, han hecho que esta

cuestión haya sido tomada desde una nueva perspectiva. Como ya sabemos, el comité de retribuciones es el encargado de proponer la remuneración del consejo, así como de negociar y determinar la del CEO. Además, los accionistas tienen derecho a votar la política de remuneraciones cada tres años y si en esta se contempla la entrega de acciones o cualquier tipo de derecho sobre estas; entonces deberá ser aprobada en junta general. Lo cierto es que los miembros del mencionado comité se apoyan en consultores externos a la hora de la fijación de las cifras remuneratorias. Aunque a este respecto, también existen ciertas limitaciones, como la mencionada por Lockheed Martin que ordena revisar anualmente la independencia de la compañía que le asesora en estos temas, o Allstate Corporation que sólo permite pagar un máximo de 120.000 dólares anuales a las sociedades que le prestan estos servicios.

Como bien sabemos, en el 90 por ciento de las grandes compañías cotizadas, sólo los consejeros independientes reciben compensación en este concepto, es decir, en el de consejero; mientras que los management directors la reciben sólo en su condición de directivos.

Del análisis de los estudios que a este respecto hemos podido examinar, podemos concluir las siguientes tendencias. La primera, es la estabilización de la retribución de los consejeros desde la aprobación de la Dodd-Frank Act. La segunda, el sustancial incremento de las horas de trabajo que se les exige. La tercera, la implantación de sistemas de retribución más claros y transparentes, lo que ha llevado a un progresivo abandono de las dietas de asistencia, así como de las stock options; mientras que, por el contrario, se detecta un incremento de las deferred o restricted shares (acciones que sólo se entregan a los consejeros cuando estos dejan de ser consejeros de la compañía).

También directamente relacionada con la anterior cuestión, esta la denominada Ownership Guidelines u obligaciones de los consejeros de mantener una determinada posición en el capital de la sociedad. Lógicamente esta demanda tiene como objetivo el alinear los intereses de estos con los de los accionistas. La obligación de mantenimiento de esta posición suele variar, dentro de un plazo que va desde los tres meses hasta el año posteriores a dejar el puesto en el consejo. La suma exigida suele ser un múltiplo del anual cash retainer, concediéndose un plazo determinado para alcanzar la cifra o número de acciones determinado. En este aspecto, las posibilidades son muchas. Desde la opción de Chevron que la fija en siete veces el anual cash retainer, o 15.000 acciones de la compañía en siete años; las tres veces del anual cash retainer en cinco años de

Valero Energy; o las 2,5 veces en cinco años de Caterpillar. Otros indican un número determinado de acciones: las 400.000 de Athena en cinco años; y otros una cifra cerrada: los 750.000 dólares en cinco años de Autonation. Esta es una práctica que tanto los inversores institucionales, los accionistas individuales más activistas, como los proxy advisors, reciben con muy buenas críticas.

Además de la evaluación del CEO, tanto el consejo como los comités están obligados a autoevaluarse. Normalmente las materias sometidas a este proceso son la composición, la responsabilidad y transparencia, la información suministrada, las reuniones y las relaciones. Si bien es esta una cuestión, tal y como afirma la más reconocida doctrina, de difícil aplicación práctica, sobre todo en lo que a la evaluación de los órganos colegiados se refiere.

Es la circunstancia de la posible pertenencia de los consejeros y CEO, a otros consejos de administración, un tema que ha suscitado bastante polémica y que de hecho es expresamente recogido en ciento treinta y dos de los ciento cincuenta CGG estudiados (frente a los solo 48 que, por ejemplo, regulan cuestiones como la director orientation and evaluation). La razón de la misma es la existencia de estudios que demuestran menores rendimientos de los consejos cuando los mismos están integrados por «busy directors», o lo que es lo mismo, por consejeros que pertenecen a demasiados consejos de administración. La inmensa mayoría de las sociedades analizadas lo limitan de alguna forma, poniendo más trabas a los CEOs que al resto de los consejeros, lo cual es bastante lógico. Como veremos a continuación, caben todo tipo de posibilidades sin que hayamos detectado ninguna razón que empuje a una u otra compañía a la adopción de una u otra política. Mientras que Microsoft permite a su CEO ser consejero de otras dos sociedades, a sus consejeros se lo permite hasta en cinco más. Eli Lilly, para todos lo limita a tres. Duke Energy no admite que su CEO, salvo autorización especial, pueda ser consejero de ninguna otra sociedad; y por el contrario el resto de consejeros podrán serlo en cuatro más. Walt Disney introduce una variante al determinar que los consejeros que trabajan a tiempo completo en una empresa no podrán ser miembros de más de tres; mientras que los que no trabajan a tiempo completo, o están jubilados, lo podrán hacer en cinco. Holly Frontier, sin señalar límite, simplemente anima a sus consejeros a participar en otros consejos. Procter & Gamble, complica un poco la cuestión al señalar: el CEO limitado a dos, los consejeros no independientes, uno e independientes, tres (además del propio de P&G). Bristol Myers y Capital One, lo

remiten a su aprobación por el consejo caso por caso, aunque eso sí, solicita de los consejeros que sean «comedidos».

En el aspecto relativo a la formación y educación específica de los consejeros, la práctica nos muestra que las empresas lo desarrollan a través de tres estrategias diferentes. En la primera de ellas, es la propia empresa la que es encargada de la puesta en marcha de los programas, como es el caso de Home Depot o General Dynamics. Además se menciona de que comité o cargo del consejo dependerá la misma (normalmente del nomination & governance committee). En el segundo supuesto, se subcontratan o se remiten a cursos externos, señalándose que los mismos serán pagados total o parcialmente por la empresa: es el caso de Dollar General, o Google. Y en tercer lugar, la que simplemente anuncia que existe un manual de orientación a disposición de los consejeros, en el cual estos deberían instruirse. También hemos localizado combinaciones de todos ellos como es el caso de Raytheon.

Existe otro parámetro de bastante importancia en los Estados Unidos, que hace que, de hecho, la mitad de los CGG analizados lo incorporen a sus textos. Se trata de la determinación del órgano social o persona encargada de gestionar la comunicación de la empresa con terceros. En la mayoría de los casos se incorpora de un modo breve y contundente: «management speaks for the company». Lo cual quiere decir que es la dirección y no el consejo la encargada de esta función.

Además también se exige el desarrollo de un procedimiento que permita a cualquier interesado comunicarse con el consejo. Concurren diversas posibilidades, pero la mayoría de ellas lo canalizan a través del secretario; bien para que este sea el interlocutor, bien para que este redirija las cuestiones a los diferentes miembros del consejo. Pfizer, por el contrario, determina que la comunicación se hará a través del CEO, y CVS Caremark indica que en el proxy statement se hará constar la forma de comunicación bien con el presidente, bien con los consejeros independientes.

En cuanto a la frecuencia y asistencia a las reuniones, es necesario señalar que los CGG son bastante permisivos dejando libertad al consejo para señalar aquellas que considere necesarias o convenientes para la buena marcha de la sociedad. Algunas determinan un número mínimo, como es el caso de McDonald´s, seis al año; otras, como es el caso Cysco, cada dos meses pero con una duración cada una de un día entero; y la farmacéutica Amerisourcebergen señala que todos los primeros lunes de cada mes se celebrará una video conferencia con el CEO, en la cual este comentará los asuntos de mayor importancia para la compañía.

Por el contrario, en el apartado referido a la asistencia a las reuniones, no es objeto de mención expresa en muchos de los CGG de las compañías. Si bien nos ha llamado la atención el que Procter and Gamble exija la presencia al menos en el 75 por ciento de las reuniones; o que Baker Hughes eleve la posibilidad de ausencias injustificadas hasta un 44 por ciento de las reuniones del consejo.

La cuestión de las «charitable givings and political contributions» que aunque no ha sido objeto de demasiado desarrollo en los CGG examinados, creemos que en breve espacio de tiempo recibirá la atención que los accionistas le están dedicando, ya que tal y como hemos señalado, en las shareholders proposals del ejercicio 2014, algunas de las cuestiones más demandadas han sido, precisamente, las relacionadas con actividades de lobby, así como sobre las contribuciones económicas realizadas a los partidos políticos.

La cuestión de la agenda, aunque no es exigida por los listing standars del NYSE, sí que está siendo objeto de incorporación a los CGG de las grandes compañías. De forma mayoritaria se establece que las reuniones del consejo, así como los asuntos que de forma recurrente son tratados en los mismos, sean determinados entre el CEO, el lead independent director, y los presidentes de los comités. No obstante, son agendas abiertas ya que como bien sabemos, el corporate law permite a cualquier consejero que solicite la inclusión de un punto en el orden del día del consejo, casi en cualquier momento. La tendencia es a adelantar al final del año anterior el esquema de las reuniones y las fechas de las mismas. Cada vez más sociedades dedican una reunión del consejo a repasar el strategic plan review de la compañía.

Cuestión sumamente interesante es, que del estudio de estos documentos, podemos concluir que solo sesenta y cuatro, de todos los analizados, incorporan a sus CGG la posibilidad de que los accionistas presenten propuestas de candidatos a consejeros. Las posibilidades ofrecidas en la práctica son varias. Desde la que otorgan esta posibilidad a cualquier accionista, hasta aquellas que requieren la posesión de un tanto por ciento del capital, y una antigüedad determinada. La propuesta puede ir dirigida o al secretario del consejo, o al comité de nombramientos; y normalmente en la misma se ha de hacer constar el nombre del candidato, el número de acciones que posea en la compañía, su curriculum vitae y, en su caso, cualquier acuerdo de colaboración que exista entre el proponente, el candidato y cualquier otro accionista de la compañía. En todos los CGG en los que se incorpora esta posibilidad se hace constar expresamente que los candidatos así propuestos, serán examinados con el mismo interés que los

presentados por el comité de nombramientos. Halliburton incluso gestiona una entrevista del candidato con el presidente de este último comité.

Finalmente constatar que el acceso de los consejeros al management de la compañía, así como a los asesores independientes que estimen pertinentes para el conocimiento y clarificación de cualquier cuestión relacionada con la gestión y marcha de la sociedad, es otra materia que aparece recogida en los CGG de las sociedades cotizadas. A este respecto, lo que tenemos que matizar es que en la mayoría de ellos, el acceso al management se canaliza a través de la figura del CEO, como ocurre con Comcast, o se exige que se le informe con anterioridad, tal y como se expresa en la Tennessee International Paper Company; o con posterioridad, como lo demanda United-Health Group.

En definitiva, la práctica societaria va conformando el contenido de estos CGG de forma ágil y precisa, centrando la atención en aquellas materias que (al margen de las preocupaciones sectoriales de cada sociedad) concitan una mayor atención por parte de los accionistas.

IV) Propuestas de mejora: el voto voluntario de los II.II (10ª), la habilitación de los stakeholders (11ª), fomento del largo plazo (12ª), refuerzo independencia management y consejo (13ª), mayor regulación diferentes ámbitos (14ª).

10ª.- Las medidas adoptadas (principalmente por la SEC y el DOL) precisamente en su apuesta para que los inversores institucionales fueran los guardianes del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (en el sentido de obligar a votar a estos); ha generado más problemas que soluciones. En efecto, esta obligación de votar, y de votar en beneficio de los intereses generales de todos los partícipes o accionistas del fondo, presupuso dos cuestiones. La primera, que todos sus accionistas o inversores tenían los mismos intereses. La segunda, que los propios fondos se encargarían de determinar el sentido del voto. En ambas se ha errado. En la primera, ya que obviamente los inversores de un fondo son, a su vez, tanto inversores individuales, como fondos de cualquier clase, con lo que la disparidad de intereses está garantizada. Con respecto a la segunda, lo que ha sucedido es que ante la imposibilidad material de realizar esa labor por parte de los fondos, se ha subcontratado a terceros que son los que deciden el sentido del voto. ¿Sobre la base de que criterios? Supuestamente una serie de

parámetros objetivos. ¿En beneficio de quien? Nos remitimos a la anterior consideración.

El ánimo de lucro de estas sociedades subcontratadas (los proxy advisers, algunos de los cuales también cotizan en bolsa) y la prestación de una serie de servicios claramente incompatibles con el asesoramiento del sentido del voto, hacen que una vez más, incurramos en unos conflictos de intereses de difícil solución.

Si realmente los accionistas no quieren votar, o entienden que no deben hacerlo por no tener los elementos de juicio necesarios para emitir un voto informado; creemos que no deberían hacerlo. Además de por ser un derecho cuyo ejercicio, en sí mismo, nunca debería ser obligatorio; por tratarse de una opción que además de ser transparente, alivia los costos económicos que el gobierno corporativo impone a las empresas.

11ª.- Si los accionistas no quieren o no pueden realizar esta labor de control (creemos que es más la primera premisa que la segunda), y han cedido, abandonado sus responsabilidades como tales (ya lo denunciaron con gruesas palabras, tanto Ripley, Lippman y Veblen), ¿no deberíamos ofrecer al resto de stakeholders —siguiendo a Berle— la posibilidad de influir y opinar sobre el control y marcha de la compañía?

Caben, entre otras, dos posibilidades. La primera, una modificación legislativa que a diferencia de lo que ahora ocurre, obligue al consejo y a la dirección a tener en cuenta los intereses de todos los stakeholders. Esta posibilidad, sería de difícil implementación dado que, como bien sabemos, es esta una materia competencia de la legislación federal, y por lo tanto tendrían que ponerse de acuerdo, si no todos, al menos una mayoría de los estados federados. Caso contrario la «race to the bottom» desactivaría la iniciativa que en este sentido pudiesen adoptar un estado o grupo de estados.

Una segunda, está ya dentro del ámbito normativo de la SEC: que exigiera la constitución de un comité que, compuesto proporcionalmente por todos los principales stakeholders de la compañía, fuese informado y oído en las principales decisiones de la sociedad. Anualmente, el mismo debería redactar un informe en el que después de realizarse un resumen sobre las actividades practicadas, se explicase la opinión dada por el comité a las propuestas del consejo, así como la opción tomada finalmente por este. El mismo sería depositado anualmente en la SEC, junto con el proxy statement.

12ª.- Son muchos los autores que abogan por fomentar la permanencia de los accionistas en la sociedad, con el objeto de que de esta forma la dirección de la compañía y su consejo puedan poner en práctica políticas de largo plazo que, de verdad, generen un crecimiento sostenible y aporten verdadero valor para los accionistas y resto de constituencies. Somos firmes defensores de estas políticas que creemos dan estabilidad a las sociedades que las han adoptado.

Principalmente, se concretan en dos medidas estándar: el otorgamiento de más derechos de votos, y/o un dividendo preferente, vinculados ambos a determinados periodos de tenencia de las acciones. Ambos tendrían perfecto encaje en las actuales normas de los derechos de sociedades de los estados federados. Normas que, como bien sabemos, dejan un amplio margen al juego de la autonomía de la libertad.

No debe existir poder sin responsabilidad. Sin embargo, la carga especulativa y la fuerza inversora de los actuales accionistas, así como la utilización de unos instrumentos financieros (derivados) que amplifican los derechos ejercitados y que incluso pueden llegar a premiar el colapso bursátil de la sociedad; hace que se generen unas situaciones de riesgo inimaginadas hasta hace poco. Y todo ello sin responsabilidad ni coste alguno para los accionistas. Creemos por tanto que, al igual que a los directores y consejeros se les impone un deber de diligencia y lealtad, a los grandes accionistas (entendiendo como tales en sociedades cotizadas, por ejemplo el límite exigido en el formulario 13D de la SEC) debería imponérseles un deber de lealtad para con la sociedad, y resto de los shareholders.

13ª.- Creemos que parte esencial de la solución al problema, dado el actual escenario, es el reforzamiento de la posición de independencia del management con respecto a los accionistas. Esta propuesta debe enmarcarse dentro de la ya mencionada de otorgar más derechos (al menos, a ser oídos) a los stakeholders. Creemos por otro lado, que sería necesario un endurecimiento del régimen de responsabilidad del management, exclusivamente por ilícitos penales, que no afecte a la business judgement rule.

Como complemento, y haciéndonos eco de la doctrina norteamericana más moderna, será necesaria la reconsideración del órgano de administración (una vez ya estabilizado en lo que se refiere a su composición, estructura y funcionamiento), como baluarte y defensor, no sólo de los derechos de los accionistas frente al management,

sino que también, y esto es lo importante, como defensor de la sociedad frente a las propuestas de accionistas corrosivos.

14ª.- Todo lo dicho hasta ahora nos avoca a propugnar una mayor regulación, dada la escasa fe que tenemos en el ser y condición humana cuando se relaciona (como es el caso) con aspectos crematísticos. Esta petición de mayor regulación la tenemos que realizar, desgraciadamente, de forma general. Es decir, no sólo en los ya mencionados aspectos (responsabilidad del management, derivados, creación de comités de supervisión de stakeholders, actuación de la SEC promoviendo un paso hacia la stakeholder theory); sino en una regulación general del mercado que de una vez por todas garantice los derechos del pequeño inversor, así como el castigo de quien delinca.

V) Propuesta futuras investigaciones (15ª).

15ª- Apuntamos como posible dirección de futuras investigaciones, precisamente, esta doble relación de agencia que se produce especialmente entre los tipos de inversores institucionales más comunes, y que de forma tan grave amenaza el correcto funcionamiento del sistema de gobierno corporativo en aquel país. Máxime cuando, increíblemente, la doctrina norteamericana no le ha dedicado la atención que se merecía en dos aspectos diferentes. El primero, hace referencia a lo que es propiamente producción doctrinal centrada en este novedoso aspecto; y el segundo, la asombrosa condescendencia y permisividad con la que, la poca doctrina que los ha tratado, ha afrontado este problema.

ANEXOS

ANEXO NÚMERO 1

Preliminary Proxy card (tarjeta de delegación) de ebay.

PRELIMINARY PROXY CARD

SUBJECT TO COMPLETION

ebay inc

2065 HAMILTON AVENUE

SAN JOSE, CA 95125

VOTE BY INTERNE WWW.FIRSTCOASTRESULTS.COM/EI

Visit the Internet voting Website http://www.firstcoastresults.com/ebay. Have t proxy card ready and follow the instructions on y screen. You will incur only your usual Inter charges. Available 24 hours a day, 7 days a we until 11:59 p.m. (EDT) on [Month Day], 2014.

VOTE TELEPHONE **1-800-254-64**

This method of voting is available for residents of U.S. and Canada. On a touch tone telephone, TOLL FREE 1-800-254-6492, 24 hours a day, 7 da a week. Have this proxy card ready, then follow prerecorded instructions. Your vote will be confirm and cast as you have directed. Available 24 hour day, 7 days a week until 11:59 p.m. (EDT) on [Mo Day], 2014.

VOTE BY MAIL

Simply sign and date your proxy card and return i the postage-paid envelope to First Coast Resu Inc., P.O. Box 3672, Ponte Vedra Beach, FL 320 9911. If you are voting by telephone or the Interr please do not mail your proxy card.

Vote by Internet	**Vote by Telephone**	**Vote by Mail**
Access the Website and submit your proxy: **www.firstcoastresults.com/eba**	Call Toll-Free using a touch-tone telephone: **1-800-254-6492**	Sign and return your proxy in the postage-paid envelope provided.

THE PROXY STATEMENT, AS WELL AS OTHER PROXY MATERIALS DISTRIBUTED BY EBAY INC. ARE AVAILABLE FREE OF CHARGE ONLINE AT **WWW.EBAY.COM/XXX**

Control Number ➔

DETACH BELOW AND RETURN USING THE ENVELO
PROVIDED ONLY IF YOU ARE VOTING BY MAIL

The Board of Directors recommends that you vote "FOR ALL" for the eBay Board of Directors' nominees below:

Proposal 1 – Election of four director nominees to hold office until our 2015 Annual Meeting of Stockholders.

	FOR ALL	WITHHOLD ON ALL	FOR ALL EXCEPT
Nominees:	❑	❑	❑
Fred D. Anderson			
Edward W. Barnholt			
Scott D. Cook			
John J. Donahoe			

(INSTRUCTIONS: To withhold authority to vote for any individual nominee, mark the "For All Except" box above and write that nominee's name in the space provided below.)

The Board of Directors recommends that you vote "FOR" proposals 2, 3 and 4 below:

	FOR	AGAINST	ABSTAIN
Proposal 2 – To approve, on an advisory basis, the compensation of our nar executive officers.	❑	❑	❑
Proposal 3 – To approve the amendment and restatement of our 2008 Equity Incen Award Plan.	❑	❑	❑
Proposal 4 – To ratify the appointment of PricewaterhouseCoopers LLP as independent auditors for our fiscal year ending December 31, 2014.	❑	❑	❑

The Board of Directors recommends that you vote "AGAINST" proposals 5 and 6 below:

	FOR	AGAINST	ABSTAIN
Proposal 5 – To consider a stockholder proposal submitted by John Chevedden regarc stockholder action by written consent without a meeting, if properly presented before meeting.	❑	❑	❑
Proposal 6 – To consider a stockholder proposal submitted by the Icahn Gr recommending that we engage an investment banking firm to effectuate a spin-off of Payments segment (referred to as PayPal) into a separately traded company, if prop presented before the meeting.	❑	❑	❑

Signature (Capacity) Date

Signature (Joint Owner) (Capacity) Date

Please sign exactly as your name(s) appear(s) hereon. Wl signing as attorney, executor, administrator, or other fiduci please give full title as such. Joint owners should each s personally. All holders must sign. If a corporation or partners please sign in full corporate or partnership name by an authori officer.

Table of Contents

EBAY INC.
ANNUAL MEETING OF STOCKHOLDERS

YOUR VOTE IS IMPORTANT.
SIGN, DATE, MARK, AND RETURN YOUR WHITE PROXY TODAY,
UNLESS YOU HAVE VOTED BY INTERNET OR TELEPHONE.

IF YOU HAVE NOT VOTED BY INTERNET OR TELEPHONE,
PLEASE SIGN, DATE, MARK, AND RETURN THIS PROXY PROMPTLY.
YOUR VOTE, WHETHER BY INTERNET OR TELEPHONE, MUST BE RECEIVED NO LATER THAN 11:59 P.M., EDT, ON [MONTH DAY], 2014, TO BE INCLUDED IN THE VOTING RESULTS.

IMPORTANT NOTICE REGARDING THE AVAILABILITY OF PROXY MATERIALS FOR THE ANNUAL MEETING: THE NOTICE AND PROXY STATEMENT AND ANNUAL REPORT
ARE AVAILABLE AT WWW.EBAY.COM/XXX

IF YOU HAVE NOT VOTED VIA THE INTERNET OR TELEPHONE, DETACH ALONG THE PERFORATIC
SIGN, DATE, MARK, AND RETURN THE BOTTOM PORTION USING THE ENCLOSED ENVELOPE.

WHITE PROXY CARD

eBay Inc.
PROXY SOLICITED BY THE BOARD OF DIRECTORS
NOTICE OF ANNUAL MEETING OF STOCKHOLDERS
TO BE HELD ON [MONTH DAY], 2014

The undersigned hereby appoints JOHN J. DONAHOE, ROBERT H. SWAN, AND MICHAEL R. JACOBSON, and each of them, as attorneys and proxies of the undersigned, with full power of substitution, to vote all shares of stock of eBay Inc. that the undersigned may be entitled to vote at the Annual Meeting of Stockholders of eBay Inc., a Delaware corporation, to be held on [___day], [Month Day], 2014, at [___] a.m. Pacific time at Town Square, 2161 North First Street, San Jose, California for the purposes listed on the reverse side and at any and all adjournments and postponements of that meeting, with all powers that the undersigned would possess if personally present, upon and in respect of the instructions indicated on the reverse

side, with discretionary authority as to any and all other matters that may properly come before the meeting or any adjournment or postponement thereof.

The undersigned hereby revokes any proxy heretofore given to vote said shares, and hereby ratifies all that said proxies may do at the Annual Meeting or any adjournment or postponements thereof.

If this proxy is signed and returned, it will be voted in accordance with your instructions. If you do not specify how the proxy should be voted, this proxy will be voted "**FOR**" each of the nominees listed in Proposal 1, "**FOR**" Proposals 2, 3 and 4, and "**AGAINST**" Proposals 5 and 6.

PLEASE SIGN, DATE, MARK, AND PROMPTLY RETURN THIS PROXY IN THE ENCLOSED RETURN ENVELOPE THAT IS POSTAGE PREPAID IF MAILED IN THE UNITED STATES.

(CONTINUED AND TO BE SIGNED ON THE REVERSE SIDE)

ANEXO NÚMERO 2

Requisitos de independencia exigidos a los consejeros de las compañías que cotizan en el NYSE.

NYSE, Listed Companies Manual. «303A.02. Independence Tests»:

In order to tighten the definition of "independent director" for purposes of these standards:

(a)(i) No director qualifies as "independent" unless the board of directors affirmatively determines that the director has no material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company).

(ii) In addition, in affirmatively determining the independence of any director who will serve on the compensation committee of the listed company's board of directors, the board of directors must consider all factors specifically relevant to determining whether a director has a relationship to the listed company which is material to that director's ability to be independent from management in connection with the duties of a compensation committee member, including, but not limited to:

(A) the source of compensation of such director, including any consulting, advisory or other compensatory fee paid by the listed company to such director; and

(B) whether such director is affiliated with the listed company, a subsidiary of the listed company or an affiliate of a subsidiary of the listed company.

Disclosure Requirement: The listed company must comply with the disclosure requirements set forth in Item 407(a) of Regulation S-K.

(b) In addition, a director is not independent if:

(i) The director is, or has been within the last three years, an employee of the listed company, or an immediate family member is, or has been within the last three years, an executive officer, 1 of the listed company.

(ii) The director has received, or has an immediate family member who has received, during any twelve-month period within the last three years, more than $120,000 in direct compensation from the listed company, other than director and committee fees and

pension or other forms of deferred compensation for prior service (provided such compensation is not contingent in any way on continued service).

Commentary: Compensation received by a director for former service as an interim Chairman or CEO or other executive officer need not be considered in determining independence under this test. Compensation received by an immediate family member for service as an employee of the listed company (other than an executive officer) need not be considered in determining independence under this test.

(iii) (A) The director is a current partner or employee of a firm that is the listed company's internal or external auditor; (B) the director has an immediate family member who is a current partner of such a firm; (C) the director has an immediate family member who is a current employee of such a firm and personally works on the listed company's audit; or (D) the director or an immediate family member was within the last three years a partner or employee of such a firm and personally worked on the listed company's audit within that time.

(iv) The director or an immediate family member is, or has been with the last three years, employed as an executive officer of another company where any of the listed company's present executive officers at the same time serves or served on that company's compensation committee.

(v) The director is a current employee, or an immediate family member is a current executive officer, of a company that has made payments to, or received payments from, the listed company for property or services in an amount which, in any of the last three fiscal years, exceeds the greater of $1 million, or 2% of such other company's consolidated gross revenues.

General Commentary to Section 303A.02(b): An "immediate family member" includes a person's spouse, parents, children, siblings, mothers and fathers-in-law, sons and daughters-in-law, brothers and sisters-in-law, and anyone (other than domestic employees) who shares such person's home.

Véase NYSE http://nysemanual.nyse.com/lcm/.

ANEXO NÚMERO 3

Compensation Plan, incluido en el Proxy Statement de la sociedad Apple.

Director Compensation—2013

The following table shows information regarding the compensation earned or paid during 2013 to Non-Employee Directors who served on the Board during the year. The compensation paid to Mr. Cook is shown under "Executive Compensation" in the table entitled "Summary Compensation Table—2013, 2012, and 2011" and the related explanatory tables. Mr. Cook does not receive any compensation for his service as a member of the Board.

Name	Fees Earned or Paid in Cash ($)	Stock Awards ($)(1)	All Other Compensation ($)(2)	Total ($)
William Campbell	65,000	249,848	823	315,671
Millard Drexler	50,000	249,848	5,969	305,817
Al Gore	50,000	249,848	3,918	303,766
Robert Iger	50,000	249,848	5,341	305,189
Andrea Jung	70,000	249,848	6,444	326,292
Arthur Levinson	250,000	249,848	8,365	508,213
Ronald Sugar	75,000	249,848	1,984	326,832

(1) In accordance with SEC rules, the amounts shown reflect the aggregate grant date fair value of stock awards granted to Non-Employee Directors during 2013, computed in accordance with Financial Accounting Standards Board Accounting Standards Codification Topic 718 (" *FASB Topic 718* "). The grant date fair value for RSUs is measured based on the closing fair market value of the Company's

common stock on the date of grant. For a description of the assumptions and methodologies used to calculate the amounts in the table, see Note 1—Summary of Significant Accounting Policies found in Part II, Item 8, "Financial Statements and Supplementary Data" in the Annual Report in Notes to Consolidated Financial Statements.

The following table shows the number of shares subject to outstanding and unexercised option awards and the number of shares subject to outstanding RSUs held by each of the Non-Employee Directors as of September 28, 2013.

Director	Number of Shares Subject to Outstanding Options as of 9/28/13	Number of Shares Subject to Outstanding RSUs as of 9/28/13
William Campbell	45,589	562
Millard Drexler	0	562
Al Gore	39,397	562
Robert Iger	0	562
Andrea Jung	21,370	562
Arthur Levinson	75,342	562
Ronald Sugar	0	562

All Non-Employee Directors received an automatic grant of 562 RSUs on February 27, 2013, and the grant date fair value for each grant was $249,848.

(2) The amounts shown reflect one or more products made available under the Company's Board of Directors Equipment Program.

Véase también en http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-14-8074&cik=320193.

ANEXO NÚMERO 4

El *proxy statement* que Apple emitió con motivo de la junta general de la compañía celebrada el 28 de febrero de 2014, publica el siguiente CD&A que por su interés reproducimos:

Compensation Discussion and Analysis

EXECUTIVE SUMMARY

The Company's goal for its executive compensation program is to attract, motivate and retain a talented, entrepreneurial and creative team of executives who will provide leadership for the Company's success in dynamic and competitive markets. The Company seeks to accomplish this goal in a way that rewards performance and is aligned with its shareholders' long-term interests.

The Company's named executive officers for 2013 were:

Timothy Cook	Chief Executive Officer
Peter Oppenheimer	Senior Vice President, Chief Financial Officer
Eduardo Cue	Senior Vice President, Internet Software and Services
Daniel Riccio	Senior Vice President, Hardware Engineering
Jeffrey Williams	Senior Vice President, Operations

The compensation for the named executive officers currently consists of three elements—long-term equity awards in the form of RSU awards, annual performance-based cash bonuses, and base salaries—that are designed to reward performance in a simple and straightforward manner. The compensation program has been weighted in recent years toward long-term equity awards granted approximately every two fiscal years, rather than toward cash compensation, in order to maximize retention and ensure that a significant portion of the named executive officers' compensation is tied to the Company's long-term stock price performance. The Company is in the process of designing future awards for executive officers, and it is committed to including performance criteria in a portion of the equity awards it grants to executive officers in the future. At Mr. Cook's request, the Compensation Committee began this initiative in 2013 by amending his August 2011 RSU award to include performance-based vesting conditions.

None of the named executive officers has any type of employment agreement or severance arrangement with the Company. In addition, the Company has no long-term cash compensation program or supplemental retirement plan. The Company does not provide tax reimbursements to the named executive officers, nor does it provide perquisites or change in control benefits to its officers that are not available to employees generally.

The Company believes the compensation program for the named executive officers is instrumental in helping the Company achieve its strong financial performance. In 2013, the Company had $170.9 billion in revenue and $49.0 billion in operating income. The Company's strong earnings and operational performance helped drive a cash and marketable securities balance of $146.8 billion at the end of 2013.

Highlights of the Company's 2013 executive compensation program include the following:

The Compensation Committee did not grant any equity awards to the nam executive officers in 2013.

Prior to the 2013 annual meeting of shareholders and continuing throughout t year, the Company engaged in outreach discussions with many of its large shareholders. Ms. Jung, as Chair of the Compensation Committee, participated in number of these discussions. In general, the shareholders supported the Company compensation practices and supported the Company's proposal to atta performance criteria to a portion of the Company's future equity awards executive officers. At Mr. Cook's request, the Compensation Committee began th initiative by amending his August 2011 RSU award to include performance-bas vesting conditions with no upside opportunity.

To further enhance the link between named executive officers' and shareholde interests, the Company implemented stock ownership guidelines for nam executive officers to supplement the guidelines that were implemented f Mr. Cook in November 2012.

The base salaries for each named executive officer other than Mr. Cook were increas

in 2013 following the Company's announcement of changes to the executive team encourage even more collaboration between the Company's hardware, software, a services teams. The salary increases recognized the additional responsibilities assign to the executive officers, as well as their exceptional individual performance, and we designed to maintain internal pay equity among the executive team. The target a maximum bonus levels for each named executive officer remained the same at 100 and 200%, respectively, of each officer's base salary. Despite the salary increases a the fact that the Company has the highest revenue, operating income, and mark capitalization of any of the primary peer group companies, the target annual ca compensation for the named executive officers is significantly below the median f executives with similar positions at peer companies.

The Company exceeded the maximum performance goals for both net sales a operating income set by the Compensation Committee for 2013. Accordingly, ea executive officer received the maximum payout of 200% of base salary under t performance-based bonus plan.

Véase también en http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-1 8074&cik=320193.

ANEXO NÚMERO 5

BAKER HUGHES INCORPORATED POLICY AND SUBMISSION PROCEDURES FOR STOCKHOLDER RECOMMENDED DIRECTOR CANDIDATES

(As Amended January 23, 2014)

The Governance and Health, Safety and Environmental Committee (the "Committee") of Baker Hughes Incorporated ("Company") has established a policy that it will consider director candidates recommended by stockholders. The Company's Board of Directors ("Board") or the Committee will evaluate candidates properly proposed by stockholders in the same manner as all other candidates. Any such recommendations should be communicated to the Chairman, Governance and Health, Safety and Environmental Committee of the Board of Directors, P.O. Box 4740, Houston, Texas 77210-4740 or to the Corporate Secretary, c/o Baker Hughes Incorporated, 2929 Allen Parkway, Suite 2100, Houston, Texas 77019-2118 and should be accompanied by the types of information as are required under the Company's Bylaws for stockholder nominees.

In summary, the Company's Bylaws provide in substance that:

1. Stockholder nominations shall be made pursuant to timely written notice ("a Nomination Notice"). To be timely, a Nomination Notice must be received by the Secretary not less than 120 days, nor more than 150 days, before the one-year anniversary of the date on which the Company's proxy statement was released to stockholders in connection with the previous year's annual meeting of the stockholders.

2. The Nomination Notice shall set forth (a) all information relating to the nominee as required to be disclosed in solicitations of proxies for election of directors, or as otherwise required, in each case pursuant to Regulation 14A under the Securities Exchange Act of 1934 or any successor regulation thereto (including such person's written consent to be named in the proxy statement as a nominee and to serve as a director if elected), (b) the nominee's independence, any voting commitments and/or other obligations such person will be bound by as a director, and any material relationships between such person and (1) the nominating stockholder, or (2) the beneficial owner, if any, on whose behalf the nomination is made (each nominating party and each beneficial owner, a "nominating party"), including compensation and

financial transactions, (c) the nominating party's name and record address, (d) the class, series, and number of shares of the Company that are owned beneficially and of record, directly or indirectly, by each nominating party, (e) all other related ownership interests directly or indirectly owned beneficially by each nominating party, and (f) any interest of each nominating party in such nomination. At the request of the Board, any person nominated by the Board for election as a director shall furnish to the Corporate Secretary of the Company that information required to be set forth in a stockholder's Nomination Notice that pertains to the nominee.

BIBLIOGRAFÍA

1. AUTORES

Adams, Edward S. y John H. Matheson. «A statutary model for corporate constituency concerns». *Emory Law Journal* 49 (2000): 1085-1138.

Agle, Bradley R., Thomas Donaldson, R. Edward Freeman, Michael C. Jensen, Ronald K. Mitchell, Donna J. Wood. «Dialogue: towards superior stakeholder theory». *Business Ethics Quarterly* 18 (2008): 153-190.

Agrawal, Ashwini K. «Corporate governance objectives of labor union shareholders: evidence from proxy voting». New York University, http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/27848/2/wpa08006.pdf.

Alchian, Armen A. y Harold Demsetz. «Production information costs, and economic organization». *The American Economic Review* 62 (1972) 5: 777-798.

Alexander, Cindy R., Mark A. Chen, Duane J. Seppi, y Chester S. Spatt. «The role of advisory services in proxy voting». *NBER Working Paper nº.* 15143 (julio 2009). http://www.nber.org/papers/w15143

Allen, William T. «Contracts and communities in corporate law». *Washington and Lee Law Review* 50, issue 4 (1993): 1395-1407.

— «Our schizophrenic conception of the business corporation». *Cardozo Law Review* (1992)14: 261-281.

Allen, Franklin y Douglas Gale. *Comparing financial systems*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2000.

Amihud, Yacob y Baruch Lev, «Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers». *Bell Journal of Economics* 12 (1981): 605-617.

Anabtawi Iman, y Lynn Stout. «Fiduciary duties for activist shareholders». *Stanford Law Review* 60 (2008): 1255-1309.

Anderson, Ronald, Saltar Mansi y David Reeb. «Executive behavior: a creditor perspective on managerial ownership». En *Corporate governance a synthesis of theory, research, and practice*. Eds. H. Kent Baker y Ronald Anderson, 427-450. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

Andres, Christian, André Betzer, Mark Goergen y Daniel Metzger, «Corporate governance systems». En *Corporate governance a synthesis of theory, research, and practice*. Eds. H. Kent Baker y Ronald Anderson, 37-56. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

Arcuri, Alessandra. «Eclecticism in law and economics». *Erasmus Law Review* 1 (2008): 59-81.

Armour, John y Michael Whincop. «The property foundations of corporate law». *Oxford Journal of Legal Studies* 27 (2007): 429-465.

Armour, John, Bernard S. Black y Brian Cheffins. «Delaware´s balancing act». *Indiana Law Journal* 87, issue 4 (2012): 1345-1405.

Ashraf, Rasha, Narayanan Jayaraman y Harley E. Ryan, Jr. «Conflicts of interest and mutual fund proxy voting: Evidence from shareholder proposals on executive compensation». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47, nº 3 (2012): 567-588.

Auerbach, Alan y David Reishus. «The impact of taxation on mergers and acquisitions», 69-86. En *Mergers and acquisitions.* Chicago: University of Chicago Press, 1988.

Bainbridge, Stephen M. «A map of model business Corporation Act states». http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2013/11/a-map-of-model-business-corporation-act-states.html.

— «Community and statism: a conservative contractarian critique of progressive corporate law scholarship». *Cornell Law Review* 82 (mayo 1997):856-906. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.10335.

— *Corporate governance after de financial crisis.* Oxford: Oxford University Press, 2012.

— *Corporate law*. 2ª ed. New York: Foundation Press, 2009.

— «Director primacy: the means and ends of corporate governance». *Northwestern University Law Review* 97 (2003): 547-606.

— «Dodd-Frank: quack federal corporate governance round II». *Minnesota Law Review* 95 (2011): 1779-1821.
— «Interpreting nonshareholders constituency statutes». *Pepperdine Law Review* 19 (1.992): 971-1028.
— *Mergers and adquisitions*. 3ª ed. New York: Foundation Press, 2012.
— «Shareholder activism and institutional investors». *University of California, School of Law*, UCLA School of Law-Econ Research paper, nº 05-02(2005).
— «Shareholder activism in the Obama era» (2009). http://ssrn.com/abstract=1437791, 1.
— «The case for limited shareholders voting rights», *UCLA Law Review* 53 (2006): 601-636.
— «The politics of corporate governance: Roe`s strong management, weak owners», *Harvard Journal of Law and Public Policy*, 18 (1995): 673-733.
— *The new corporate governance in theory and practice.* New York: Oxford University Press, 2008.
— «The scope of the SEC`s authority over shareholders voting rights». SEC http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf.
— «The short life and resurrection of SEC Rule 19c-4». *Washington University Law Quarterly* 69 (1991): 565-634.
Bainbridge, Stephen y Todd Henderson. «Boards -R- us: reconceptualizing corporate boards». *Stanford Law Review* 66 (2014):1051-1121.
Baird, Douglas G. y Robert K. Rasmussen. «Private debt and the missing lever of corporate governance». *University of Pennsylvania Law Review* 154 (2006): 1209-1251.
Baker, H. Kent y Ronald Anderson. *Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice*. Eds. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.
Baldwin, Robert, Martin Cave y Martin Lodge. *Understanding regulation. Theory, strategy, and practice.* 2ª ed. New York: Oxford University Press, 2012.
Barry, Jordan, M. John William Hatfield y Scott Duke Kominers. «On derivative markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership». *Virginia Law Review* 99 (2013): 1103-1168.
Barzuza, Michael. «The state of state antitakeover law». *Virginia Law Review* 95 (2009): 1973-2052.
Baysinger, Barry D. y Robert E. Hokisson. «The composition of board of directors and strategic control: effects on corporate strategy». *Academy of Management Review* 15 (1990)1: 72-87.
Baysinger, Barry D. y Henry N. Butler. «The role of corporate law in the theory of the firm». *Journal of Law and Economic*s 28 (1985): 179-191.
Beasley, Mark S. «An empirical analysis of the relation between the board of directors composition and financial statement fraud». *Accounting Review* 71 (1996)4: 443-465.
Becht, Marco, Patrick Bolton y Ailsa Roel. «Corporate governance and control». European Corporate Governance Institute. *Finance Working Paper* n°. 02 (2002): 1-124.
Bebchuk, Lucian. «The case for increasing shareholder power». *Harvard Law Review* 118, issue 3 (2005): 833-914.
Bebchuk, Lucian A., Alon Brav y Wei Jiang. «The long term effects of hedge fund activism». *Columbia Law Review* (forthcoming, 2015): 114.
Bebchuk, Lucian. «The myth of the shareholder franchise». *Virginia Law Review* 93 (2007): 675-732.
— «The myth that insulating boards serves long term value». *Columbia Law Review* 113 (2013): 1637-1694.
Benchuk, Lucian, Alma Cohen y Allen Ferrell. «What matters in corporate governance?». *The Review of financial studies* 22 (2009): 783-827.
Bebchuk, Lucian A., Alon Brav y Wei Jiang. «The long term effects of hedge fund activism». *Columbia Law Review* (forthcoming, 2015): 1085-1156.
Belinfanti, Tamara C. «The proxy adviser and corporate governance industry: the case for increased oversight and control». *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 14, nº 22 (2009): 1-56.
Berchmans Vallet de Goytisolo, Juan. *Manuales de Metodología Jurídica I. Manual introductorio a las Metodologías del Derecho*. Madrid: Fundación cultural del notariado, 2004.
Berle, Adolf A. *Power without property*. New York: Hardcourt Brace, 1959.
Berle, Adolf A. y Gardiner C. Means. *The modern corporation and private property*. Ed., 2009. New Brunswick, New Jersey: Transaction, 1932.

Berle, Adolf A. *Studies in the law of corporate finance*. Ed.,1985. Buffalo, New York: Williams S. Hein, 1928.

Bhagat, Sanjai, Brian Bolton y Roberta Romano. «The promise and peril of corporate governance indices». *Columbia Law Review* 108 (2008): 1803-1882.

Bisconti, Anthony. «The double bottom line: can constituency statutes protect socially responsible corporations stuck in Revlon Land?». *Loyola Los Angeles Law Review* 42 (2009): 765-808.

Birdthistle, William A. «Compensation power: an analisys of rents and rewards in the mutual funds industry». *Tulane Law Review* 80 (2006): 1401-1465.

Bishop, John D. «For-profit corporations in a just society: A social conduct argument concerning the rights and responsibilities of corporations». *Business Ethics Quarterly* 18, issue 2 (2008): 191-212.

Black, Bernard S. «Agents watching agents: the promise of institutional investor voice». *UCLA Law Review* 39, nº 4 (1992): 811-893.

— «Corporate law and residual claimants» (partial draft). *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* (mayo 2001): 1-45. http://ssrn.com/abstract=1528437.

— «Is corporate law trivial?: a political and economic analysis». *Northwestern University Law Review* (1990)84: 542-597.

Blair, Margaret M. «Corporate personhood and the corporate persona». *University of Illinois Law Review* (2013): 785-820.

— «Reforming corporate governance. What history can teach us». *Berkeley Business Law Journal* 1 (2004): 1-183.

Blair, Margaret M. y Lynn A. Stout. «A team production theory of corporate law». *Virginia Law Review* 85 (1999): 247-328.

Birdthistle, William A. «Compensation power: an analisys of rents and rewards in the mutual funds industry». *Tulane Law Review* 80 (2006): 1401-1465.

Blodgett, Richard. «Union pension fund asset management». En *Abuse on Wall Street: conflicts of interest on the securities markets*. New York: Preager, 1980: 329-334.

Boatright, John R. «Contractors as stakeholders: reconciling stakeholders theory with the nexus of contracts firm». *Journal of Banking and Finance* 26 (2002): 1837-1852.

— «Fiducuary duties and the shareholder-management relation: or what´s so especial about shareholders?». *Business Ethics Quarterly* 4 (1994): 393-407.

Bottomley, Stephen. *The constitutional corporation*. Burlington, Vermont: Ashgate, 2008.

Bradley, Michael, Cindy A. Schipani, Anant K. Sundaram y James P. Walsh. «The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: corporate governance at a crossroads». *Law and Compemporary problems* 62 (1999): 9-87.

Brandeis, Louis D. *Other people´s money and how the bankers use it*. Ed. 1995. New York: Bedford Books of St. Martin´s Press, 1912.

Bratton William W. y Michael L. Watcher, «Shareholder primacy´s corporatist origins: Adolf Berle and the modern corporation». *The Journal of Corporation Law* 34 (2008): 99-152.

Bratton, William W. «Berle and Means reconsidered at the century turn». *The Journal of Corporation Law* (spring 2001): 737-770.

Braton, William W. «Hedge funds and governance targets». *Georgetown Law Journal* 95 (2007): 1375-1423.

Bratton, William W. y Michael Wachter. «The case against shareholder empowerment». *University of Pennsylvania Law Review* 158 (2010): 653-728.

Brav, Alon, Wei Jiang, Randall S. Thomas y Frank Partnoy. «Hedge fund activism, corporate governance and firm performance». *Journal of Finance* 63 (2008): 1729-1784.

Brickley, James A., Ronald C. Lease, y Clifford W. Smith. «Ownership structure and voting on antitakeover amendments». *Journal of Financial Economy* 20 (1988): 267-291.

Bruner, Christopher M. *Corporate governance in the common- law world. The political foundations of shareholder power*. New York: Cambridge University Press, 2013.

— «The enduring ambivalence of corporate law». *Alabama Law Review* 59 (2008): 1385-1450.

Bruner, Robert y Sean D. Carr. *The panic of 1907. Lessons learned from the market´s perfect storm*. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, 2007.

Buchholz, Rogene A. y Sandra B. Rosenthal. «Stakeholder theory and public policy». *Journal of Business Ethics* 51 (2004): 143-153.

Butler, Henry N. «The contractual theory of the corporation». *George Mason University Law Review* 11 (1989): 99-123.

Butler, Henry N. y Fred S. McChesney. «Why they give at the office: shareholder welfare and corporate philantrophy in the contractual theory of the corporation». *Cornell Law Review* 84: 5 (1999): 1195-1226.

Carney, William J. «The production of corporate law». *Souther California Law Review* 71 (1997-98): 715-777.

Carver, Thomas Nixon. *The present economic revolution in the United States.* Boston: Little, Brown, 1925.

Cary, William. «Federalism and corporate law: reflections upon Delaware». *The Yale Law Journal* 83, 4 (1974): 663-707.

Chattopadhyaya, Soumyadri. «The effectiveness of being invisible: hedge funds, hidden ownership and corporate governance». *European Company and Financial Law Review* 8 (2010): 305-334.

Çelik, Serdar y Mats Isaksonn. *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing. OECD (2011): 1-139.

— «Institutional investors as owners. Who are they and what they do?». OECD, *Corporate Governance Working Papers, nº* 11, (2013): 1-36. http://dx.doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en.

Cennemo Carmelo, Pascual Berrone y Luis R. Gómez Mejía. «Does stakeholder management have a dark side?». *Journal of Business Ethics* 89 (2009): 491-507.

Champ, Bruce. «The national banking system: a brief history». *Federal Reserve Bank of Cleveland*. http://www.clevelandfed.org/research/workpaper/2007/wp0723.pdf.

Chandler, Alfred D. Jr. «Accounting and statistical innovation». Cap. «The railroads: the first modern enterprises, 1850-1860». En *The visible hand. The managerial revolution in american business*. Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press, 1977.

Cheffins, Brian R. *The trajectory of (corporate law) scholarship.* Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

Chernow, Ron. *Titan*. 2ª ed. New York: Vintage, 2004.

Cheung, Stephen N. S. «The contractual nature of the firm». *Journal of Law & Economics* 26 (1983): 1-21.

Chisholm, Andrew M. «*Derivative is an asset*». En *Derivatives demystified*. 2ª ed. Chichester, John Wiley & Sons, 2010.

Choi, Stephen, Jill E. Fisch, y Marcel Kahan. «Director Elections and the role of proxy advisors». *Southern California Law Review* 82 (2009): 649-702.

— «How powerful is ISS? Less—and in different ways—than most people think». *The Corporate Governance Advisor* 19, nº 6 (2011): 7-10.

Choi, Stephen y Jill E. Fisch. «On beyond Calpers: survey evidence on the developing role of public pension funds in corporate governance». *Vanderbilt Law Review* 61 (2008): 315-354.

Choi, Stephen. «The power of proxy advisors: myth or reality». *Emory Law Journal* 59 (2010): 869-918.

Cioffi, John W. y Martin Höpner. «The political paradox of finance capitalism: interest preferences, and center-left party politics in corporate governance». *Politics and Society* 34 (2006): 463-502.

Clacher, Iain, David Hillier, y Patrick Mccolgan. «Agency theory: incomplete contracting and ownership structure». En *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*. Baker y Anderson, eds.141-156. Hoboken, New Jersey: John Wiley & sons, 2010.

Clark, Evans. «Clearing house in Wall Street», *New York Times*, 13 de febrero de 1927. Citado en Wells, «The birth of corporate Governance». *Seattle University Law Review* 33 (2010).

Clark, Robert C. «Contracts, elites, and tradition in the making of corporate law». *Columbia Law Review* 89 (1989): 1703-1747.

Clark, Robert C. *Corporate law.* Boston: Little, Brown, 1986. En Michael Klausner, «The contractarian theory of corporate law: a generation later». *The Journal of Corporate Law*, spring (2006): 779.

Clarke, Thomas. *International corporate governance: a comparative approach*. New York: Routldge, 2002.

Clarkson, Max E. «A stakeholder framework for analizing and evaluating corporate social performance». *Academy Management Review* 20 (1995): 92-117.

Coase, Ronald H. *The firm, the market, and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

Coffee, John. «Rating reform: the good, the bad and the ugly». ECGI Working Paper nº 162/2010, (septiembre 2010). http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Law.

— *Gatekeepers. The professions and corporate governance*. Oxford, New York: Oxford University Press, 2006.

— «Liquidity versus Control: the institutional investor as corporate monitor». *Columbia Law Review* 91 (1991): 1277-1368.

Coffee, John Jr., y Darius Palia. «The impact of hedge fund activism: evidence and implications». ECGI *Law Working Paper* nº 266 (2014): 1-80.

Cohen, Jonathan. «Negative voting: why it destroy shareholder value and a proposal to prevent it». *Harvard Journal of Legislation* 45 (2010): 237-259.

Coles, Jeffrey L. Naveen D. Danial y Lalitha Naveen. «Boards: does one size fits all?». *Journal of Financial Economics* 87 (2008): 329-356.

Colombo, Ronald J. «Toward a nexus of virtue». *Washington and Lee Law Review* 69, Issue 1 (2012): 3-86.

Cox, James D. Robert W. Hillman y Donald C. Lagenvoort. *Securities regulation. Selected statute rules and forms*. Frederick. Maryland: Wolters Kluwer, 2012.

Cragg, Wesley. «Business ethics and stakeholder theory». *Business Ethics Quarterly* 12 (2002): 113-142.

Craig, Suzanne y Peter Lattman. «Companies may fail, but directors are in demand». *New York Times* , 14 de septiembre de 2010, http://dealbook.nytimes.com/2010/09/14/companies-may-fail-but-directors-are-in-demand/?_php=true&_type=blogs&_r=0.

Crane, Andrew, George R. Gardiner, Abagail McWilliams, Dirk Matten, Jeremy Moon y Donald S. Siegel. *The Oxford hand book of corporate social responsibility*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

Dallas, Lynn L. «Working toward a new paradigm» en Lawrence E. Mitchell. *Progressive Corporate Law*. Boulder, Colorado: Westview, 1995.

Davis, Gerald F. «The twilight of the Berle and Means corporation». *Seattle University Law Review* 34 (2011): 1121-1138.

Davis, Gerald F. y E. Han Kim. «Business ties and proxy voting by mutual funds». *Journal of Financial Economics* 85 (2007): 552-570.

Davis, Ronald B. *Democratizing pension funds. Corporate governance and accountability.* Vancouver: UBC Press, 2008.

Demstz, Harold y Kenneth Lehn. «The structure of corporate ownership: causes and consequences». *Journal of Political Economy* 93 (1985) 6: 1155-1177.

Dent, George W. «The essential unity of shareholder and the myth of investors short-termisn». *Delaware Journal of Corporate Law* 32 (2010): 97-152.

Dewey, John. «The historic background of corporate legal personality». *Yale Law Journal* 35 (1926): 655-673.

Del Guercio, Diane y Tracie Woidtke. «Do the interests of labor union and public pension fund activists align with other shareholders? Evidence from the market for directors». (july 31, 2014). SSRN:http://ssrn.com/abstract=2448920

Dillon, Caroline J. «Do you get what you pay for? A look at the high fees and low protection of mutual funds». *Columbia Business Law Review* (2006): 281-308.

Divar Garteiz-Aurrecoa, Javier. *Economía y Democracia*. Madrid: Dykinson, 2014.

Dobbin, Frank y Dirk Zorn. «Corporate malfesance and the myth of shareholders value». *Political power & social theory* 17 (2005): 179-198.

Dodd, David L. *Stock watering: the judicial valuation of property for stock-issue purposes*. New York: Columbia University Press, 1930.

Dodd, Edwin Merrick. «For whom are corporate managers trustees?». *Harvard Law Review* 45 (1932): 1145-1163.

Dombalagian, Onnig H. «Can borrowing shares vindicate shareholder primacy?». *University of California Davis Law Review* 42 (2009): 1231-1313.

Donald, David C. «The rise and effects of the indirect holding system: how corporate America ceded its shareholders to intermediaries». Working paper series 68 (2007): 1-66. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1017206.

— «Heart of darkness: the problem at the core of the U.S. proxy system and its solution», Centre for Financial Regulation and Economic Development». Chinese University of Hong Kong. Working Paper, nº.1 (2014):1-46. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1697606.

Donalson, Thomas. «The stakeholder revolution and the clarkson principles». *The Business Ethics Quarterly* (2002): 107-111.

Douglas, William O. «Directors who do not direct». *Harvard Law Review* 47:8 (1934): 1305-1334.

Dou-Schmidt. Kenneth G. y Carmen L. Brun. «Lost in translation: the economic analysis of the law in the United States and Europe». *Columbia Journal of Transnational Law* 44 (2006): 602-621.

Drucker, Peter F. *The unseen revolution: how pension fund socialism came to America*. New York: HarperCollins, 1976.

Dunlavy, Colleen A. «Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights». *Washington & Lee Law Review* 63 (2006): 1347-1388.

Durisin, Boris y Fulvio Puzone. «Maturation of Corporate Governance Research, 1993-2007: an assetment». *Corporate Governance: An International Review* 17 (2009) 3: 266-291.

Easterbrook, Frank y Daniel Fischel, *The economic structure of corporate law*. Massachusetts: Harvard University Press, 1991.

— «The corporate contract». *Columbia Law Review* 89 (1989): 1416-1450.

— «Voting in corporate law». *Journal of Law and Economics* 26 (1983): 395-427.

Edwards, Franklin R. «Hedge funds and investor protection regulation». *Bank of Atlanta Economic Review* (fourth quarter 2006): 1-26.

Eells, Richard. *The meaning of the modern business: an introduction to the philosophy of large corporate enterprise*. Nueva York: Columbia University Press, 1960.

Eisenberg, Melvin A. *The structure of the corporation. A legal analysis*. Washigton: Beard Books, 1976.

Elhauge, Einer. «Sacrificing corporate profits in the public interest». *New York University Law Review* 80 (2005): 733-870.

Ellin, David Ronald. «The poison pill warrant - apothecary and antidote: Moran v. Household International, Inc.». *Depaul University* 36 (1987): 413-435.

Etzioni, Amitai. «A communitarian note on stakeholder theory». *Business Ethics Quarterly* (1998): 679-691.

Evans, John H.Nandu Nagarajan y Jason D. Schloetzer. «CEO turnover and retention light: retaining former CEOs on the board». *Journal of accounting research* 48: 5 (2010): 1015-1047.

Fairfax, Lisa M. «Doing well while doing good: reassessing the scope of directors fiduciary obligations in for-profit corporations with non-shareholders beneficiaries». *Washington & Lee Law Review* 59 (2002): 409-475.

— «The future of shareholder democracy». *Indiana Law Review* 84 (2009):1259- 1308.

— «The rethoric of corporate law: the impact of stakeholder rethoric on corporate norms». *The Journal of Corporation Law* (Spring, 2006): 675-719.

— «Virtual shareholders meetings reconsidered». *Seton Hall Law Review* (2010) 40: 1367-1431.

Faleye, Olubunni, Vikas Mehrotra y Randall Morck. «When labor has a voice in corporate governance». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, nº 3(2006): 489-510.

Fama, Eugene. «Agency problems and the theory of the firm». *Journal of Political Economy* 88 (1980) 2: 288-307

Fama, Eugene y Michel C. Jensen. «The separation of ownership and control». *Journal of Law & Economics* 26 (1983): 301-325.

Fassim, Yves. «The stakeholder model refined». *Journal of Business Ethics* 84 (2009): 113-135.

Ferling, John. *Jefferson and Hamilton. The rivalry that forged a nation*. New York: Bloomsbury Press, 2013.

Fernandez Martin, Rosa María. «Gobernanza corporativa en la Unión Europea: oportunidades de cambio para un desarrollo sostenible». Cuadernos Europeos de Deusto 45 (2011): 97-115.

Ferris, Stephen y Xuem Yan. «Do independent directors and chairmen matter? The role of boards of directors in mutual fund governance». *Journal of Corporate Finance* 13 (2007): 392-421.

Fich, Eliezer M. y Anil Shivdasani. «Are busy boards effective monitors?». *Journal of Finance* 61 (2006): 689-724.

Filene, Peter G. «An obituary to the progressive movement». *American Quarterly* 22 (1970): 20-34.

Filkestein, Sydney y Donald Hambrick. «Chief executive compensation: a study in the intersection of markets and political processes». *Strategic Management Journal* 10 (1989):121-134.

Finseth, Eric John. «Shareholder activism by public pension funds and the rights of Dissenting employees under the first amendment». *Harvard Journal of Law & Public Policy* 34 (2011): 289-366.

Fisch, Jill E. «Measuring efficiency in corporate law: the rule of shareholder primacy» (december, 2005). *Fordham Law Legal Studies*. Working Paper nº 105, 29. http://ssrn.com/abstract=878391.

— «Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries». *University of Pennsylvania Law Review* 158 (2010): 1961-2043.

— «Securities intermediaries and the separation of ownership from control». *Seattle University Law Review* 33(2010): 877-888.

Fischel, Daniel R. «The corporate governance movement». *Vanderbilt Law Review* 35 (1982): 1259-1294.

Fischer, William W., Morton H. Horwitz y Thomas A. Reed. *American legal realism*. New York: Oxford University Press, 1993.

Fleckner, Andreas M. y Klaus J. Hopt. *Comparative corporate governance. A functional and international analysis.* Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

Fligstein, Neil y Jennifer Choo. «Law and corporate governance». *Annual Review of Law and Social Science* 1 (2005): 61-84.

Ford Cristie y Carol Lia. «Power without property, still: Unger, Berle, and the derivatives reference». *Seattle Law Review* 33, issue 4 (2010): 889-930.

Francisco I. *Exhortación Apostólica Evangelii Gaudium*. Madrid: San Pablo, 2013.

Frankel, Tamar. «The new financial assets: separating ownership from control». *Seattle University Law Review* 33 (2010): 931-965.

Franks, Julian y Colin Meyer. «Hostile takeovers and the correction of managerial failure». *Journal of Financial Economics* 40 (1996): 163-181.

Freeland, Fred. «History of holding company legislation in New York State: some doubts to the "New Jersey first" tradition». *Fordham Law Review* 24 (1955): 369-411.

Freeman R. Edward y Robert A. Phillips. «Stakeholder theory: a libertarian defense». *Business Ethics Quarterly* 12 (2.002): 331-349.

Freeman, Edward. *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman/Ballinger, 1984.

Freeman, R. Edward, Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, Bidham L. Palmar y Simone de Colle. *Stakeholder theory. The state of the art*. New York: Cambridge University Press, 2010.

Freeman, R. Edward, K. Martin, y Bidham L. Palmar. «Stakeholder capitalism». *Journal of Business Ethics* 74 (2007): 301-314.

Freeman, R. Edward, y Robert A. Phillips. «Stakeholder theory: a libertarian defense». *Business Ethics Quarterly* 12 (2002): 331-349.

Frentrop, Paul. «Short Termism of the institutional investors and the double agency Problem». Discurso ofrecido en el acto de aceptación del cargo de profesor de Gobierno Corporativo y Mercados de Capitales en la Nyenrode Business University (junio 2012). http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872.

Friedman, Milton. «The social responsibility of business is to increase its profits», *New York Times Sunday Magazine*, 13 septiembre 1970. http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp business.html.

Furubotn, Eric G. y Svetozar Pejovich. «Property rights and economic theory: a survey of recent literature», *Journal of Economic Literature* 10 (1972) 4: 1137-1162.

Gabriel, Ralph H. y Robert H. Walker. *The course of American democratic thought*. Santa Barbara, California: ABC-CLIO, 1986.

Gadea, Enrique, Fernando Sacristán y Carlos Vargas Vasserot. *Régimen jurídico de la sociedad cooperativa del siglo XXI. Realidad actual y propuestas de reforma*. Madrid: Dykinson, 2009.

Galbraith, James Kenneth. *The great Crash. 1929*. Boston: Mariner Books, 2009.

Gelter, Martin. «The pension system and the rise of shareholder primacy». *Fordham University School of Law*. Working paper (june 2012). http://ssrn.com/abstract=2079607.

Gevurtz, Franklin A. *Corporate law*. 2ª ed. Minnesota: Thompson Reuters, 2010.

Ghilarducci, Teresa, James Hawley y Andrew Williams. «Labour paradoxical interest and the evolution of corporate governance». *Journal of Law and Society* 24 (1997): 26-43.

Gibson, Kevin. «The moral basis of stakeholder theory». *Journal of Business Ethics* 26 (2000): 245-257.

Gilson, Ronald J. «Leo Strine third way: responding to agency capitalism». *The Journal of Corporation Law* 33 (2007): 47-56.

Gilson, Roland J., Myron S. Scholes y Mark A. Wolfson. «Taxation and the dynamics of corporate control: the uncertain case for tax motivated acquisitions». En John Coffee, Louis Lowenstein y Susan Rose-Ackerman. *Knights, riders, and targets: the impact of hostile takeovers*. New York: Oxford University Press, 1988.

Gilson, Ronald J., y Jeffrey N. Gordon. «The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights». *Columbia Law Review* 113 (2013): 863-927.

Girasa, Roy. *Corporate governance & financial law*. New York: Pelgrave-MacMillan, 2013.

Gilson, Stuart. «Bankrupcy, boards, Banks, and blockholders: evidences on changes in ownership and control when firms default». *Journal of Financial Economics* 27 (1990) 2: 355-387.

Goforth, Carol. «Proxy reform as a means of increasing shareholder participation in corporate governance: too little but not too late». *The American University Law Review* 43 (1994): 379-465.

Goldschimd, Harvey J. «The greening of the board room: reflections on corporate responsibility». *Columbia Journal of Law & Social Problems* 10 (1973): 17-28. Citado en Dalia Tsuk. «Status bound: the twentieth century evolution of directors liability». *New York University Journal of Law and Business* (2009): 63-151.

Gompers, Paul A. Joy Ishii y Andrew Metrick. «Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States». http://ssrn.com/abstract=562511. (2008): 1051-1088.

Goodspaster, Kenneth E. «Business ethics and stakeholder analysis». *Business Ethics Quarterly* 1 (1991): 53-77.

Gordon, Jeffrey N. «Proxy contest in an era of increasing shareholder power». *Vanderbilt Law Review* 61 (2008): 475-496.

Gordon, Jeffrey N. «The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices ». *Stanford Law Review* 89 (2007): 1465-1568.

Gourevitch, Peter A. y James Shinn. *Political power and corporate control*. New Jersey: Princetown University Press, 2005.

Grasso, Kenneth L., Gerard V. Bradley y Robert P. Hunt. *Catholicism, liberalism and communitarism.* Lanham, Maryland: Rowman & Littlefield, 1995.

Grechenig, Kristoffel y Martin Gelter. «The transatlantic divergence in legal thought: american law and economics vs. german doctrinalism». *Hastings International and Comparative Law Review* 31 (2008): 295-360.

Greenfield, Kent. «Reclaiming corporate law in a gilded age». *Harvard Law & Policy Research* 2 (2008): 1-33.

— «Saving the world with corporate law». *Emory Law Journal* 57 (2008): 947-984.

Greenwood, Michael J. H. «Fictional shareholders: for Whom are corporate managers trustees, revisited». *South California Law Review* 69 (1996): 1021-1104.

Grossman Sanford y Oliver Hart. «The cost and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration». *Journal of Political Economy* 94 (1986): 691-719.

Grundfest, Joseph A. «The SEC´s proposed proxy access rules: politics, economics and the law». *Business Law* 65 (2010): 387-407. Citado en Bernard S. Sharfman. «Why proxy access is harmful to corporate governance». *The Journal of Corporation Law* 37 (2011): 387-413.

Guerra Martín, Guillermo. *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses: su influencia en el movimiento de reforma del derecho europeo*. Cizur Menor, Navarra: Aranzadi, 2003.

Hall, Peter A. y David Soskice. *Varieties of Capitalism: The institutional foundations of comparative advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

Hansman, Henry B. y Reinier Kraakman. «The end of history of corporate law». *Georgia Law Journal* 89 (2001): 439-468.

Hansmann, Henry, B. «Corporation and contract». Discurso en la American Law and Economics Association, mayo 2004. University of Virginia http://www.law.virginia.edu/pdf/olin/0506papers/hansmann.pdf.

Hart, Herbert L.A. «Are there any natural rights?». *Philosophical Review* 64 (1955): 175-191.

Hartzell, Jay C. Jarl G. Kallberg y Crocker H. Lui. «The role of corporate governance in initial public offerings: evidence from real estate investment trusts». *The Journal of Law and Economics* 51 (2008): 539-562.

Hawkins, David F. *Corporate financial disclosure.1900-1933*. New York: Garland, 1986.

Hawley, James P.; Shyam J. Kamath y Andrew T. Williams. «Corporate governance, risk analysis and the financial crisis: did universal owners contribute to the crisis?». *Corporate governance failures. The role of institutional investors in the global financial crisis*. Philadelphia : University of Pennsylvania Press, 2011.

Hazen, Thomas Lee. «The corporate persona, contract (and market) failure, and moral values». *North Carolina Law Review* 69 (1991): 273-296.

Heise, Michael. «The past, the present and the future of empirical legal scholarship: judicial decisions making and the new empirism». *University of Illinois Law Review* (2002): 819-851.

Helwege, Jean; Vincent J. Intintoli y Andrew Zhang. «Voting with their feet or activism? Institutional investors' impact on CEO turnover». *Journal of Corporate Finance* 18 (2012) 1: 22-37.

Helland, Eric y Michael Sykuta. «Regulation and the evolution of corporate boards: monitoring, advising, or window dressing?». *Journal of Law and Economics* 47 (2004): 167-193.

Henderson, M. Todd. «The story of Dodge vs. Ford Motor Company: everything old is new again». En J. Mark Ramseyer. *Corporate law stories.* New York: Foundation Press, 2009.

Hermalin Benjamin E. y Michael S. Weisbach. «The effects of board composition and direct incentives on firm performance». *Financial management* 20 (1991) 4: 101-112

Hessen, Robert. «A new concept of corporations: a contractual and private property model». *Hastings Law Journal* 30 (1979): 1327-1347.

Hicks, John A. *A theory of economic history*. Oxford: Clarendon, 1969.

Hilt, Eric. «Corporate ownership and governance in the early nineteenth century ». Yale University,http://economics.yale.edu/sites/default/files/files/WorkshopsSeminars/Economic-History/hilt-060503.pdf;

— «When did ownership separate from control? Corporate governance in the early nineteenth century». National bureau of Economic Research. *Working Paper* nº 13093 (mayo 2007). http://www.nber.org/papers/w13093.pdf?new_window=1 .

Hirschman, Albert O. *Voice and loyalty: responses to decline in firma, organizations and states.* Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1970. En Chiu, Iris H-Y. *The foundations and anatomy of shareholder activism.* Portland, Oregon: Hart, 2010.

Ho, Virginia Harper. «Enlighted shareholder value: corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide». *The Journal of Corporation Law* 36 (2010): 59-113.

Holmes, Oliver Wendell Jr. *The path of the law.* Bedford, Massachusetts: Applewood, 2006.

Hopt, Klaus J. *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores.* Madrid: Marcial Pons, 2010.

Horsey, Henry R. «The duty of care component of the Delaware business judgment rule». *Delaware Journal of Corporate Law* 19 (1994): 971-978.

Horwitz, Morton J. *The transformation of american law 1780-1860*. Cambridge: Harvard University Press, 1977.

Hovenkamp, Herbert. «The classical corporation in american legal thought». *The Georgetown Law Journal* 76 (1988): 1593-1688.

— *Enterprises and american law 1836-1937*. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.

Hu, Henry T. C. «Risk, time and fiduciary principles in corporate investment». *University of California at Los Angeles Law Review* 38 (1990): 277-310.

Hu, Henry T. C. y Bernard Black. «The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership». *South California Law Review* 79 (2006): 811-908.

Huse, Morten. *Boards governance and the value creation: the human side of corporate governance*. New York: Cambridge University Press, 2007.

Hutchinson, Allan C. «Hurley-Berle corporate governance, commercial profits and democratic deficits». *Seattle University Law Review* 34 (2011) 4: 1219-1258.

Hwang, Byoung H. y Seoyoung Kim. «It pays to have friends». *Journal of Financial Economics* 93 (2009): 138-158.

Jacobs, Jack B. «Does the new corporate shareholder profile call for a new corporate law paradigm». *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* XVIII (2012): 19-32.

Jaretzky, Alfred. «The Investment Company Act of 1940». *Washington University Law Review* 26, nº 3 (1941): 303-347.

Jensen, Michael C. «Takeovers: their causes and consecuences». *Journal of economic Perspectives* 21 (1988): 21-48.

Jensen, Michael C. y Kevin J. Murphy. «Performance pay and top managements incentives». *Journal of Political Economy* 98 (1990) 2: 225-264.

Jensen Michel C. y Richard S. Ruback. «The market for corporate control: the scientific evidence». *Journal of Financial Economics* 11 (1990): 5-50.

Jensen, Michael C. «Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objetive function». *Business Ethics Quarterly* 12 (2002): 235-256.

Jensen, Michael C. y William H. Meckling. «The theory of the firm: manageral behavior, agency costs, and ownership structure». *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 305-360.

John Rawls, John. *A theory of justice*. Cambridge, Massachusetts: Belkman Harvard University Press, 1971.

Jones Thomas M. y Will Felps. «Shareholder wealth maximization and social welfare: a utilitarian critique». *Business Ethics Quarterly* 23, issue 2 (2013): 207-238.

Jones Thomas M. y Will Felps. «Stakeholder happiness enhancement: a neo-utilitarian objective for the modern corporation». *Business Ethics Quarterly* 23, issue 3 (2013): 349-379.

Joo, Thomas W. «Theories and models of corporate governance». En *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*. Baker y Anderson. Eds. 157-174. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

Juan Pablo II. Encíclica *Sollicitudo Rei Socialis*, 5ª ed. Madrid: San Pablo, 1.988.

Kahan, Marcel y Edward B. Rock. «Hedge funds in corporate governance and corporate control». *University of Pennsylvania Law Review* 155 (2007)5: 1021-1093.

Kahan, Marcel y Edward Rock. «The Hanging Chads of Corporate Voting». *The Georgetown Law Journal* 96 (2008): 1227-1281.

Kahan, Marcel y Ehud Kamar. «The myth of state competition in corporate law». *Stanford Law Review* 55 (2002): 679-751.

Kang, Sung W. y Hugh Rockoff. «Capitalizing patriotism: the liberty loans of World War I». National Bureau of Economic Research. http://www.nber.org/papers/w11919.pdf?new_window=1.

Kaplan, Steven N. «Managements buyouts: evidence on taxes as a source of value». *Journal of Finance* 44 (1989): 611-632.

Karmel, Roberta S. «Should a duty to the corporation be imposed on institutional shareholders?». Brooklyn Law School *Research Paper*, nº 11 (2004). http://ssrn.com/abstract=546642, 2.

— «Voting power without responsibility or risk. How should proxy reform address the decoupling of economic and voting rights?». Brooklin Law School. *Research paper* 146 (abril 2009). http://ssrn.com/abstract-1397224.

Katherine Schipper, y Abbie Smith. «Effects of management buyouts on corporate interest and depreciation tax reductions». *Journal of Law and Economics* 34 (1991): 295-341.

Katz, Jonathan J. «Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholders apathy». *Cardozo Law Review* 28 (2006): 1483-1518.

Keay, Andrew y Hao Zhang, «An analysis of enlighted shareholder value in light of ex opportunism and incomplete law». *European Corporate and Financial Law Review* 4 (2011): 445-475.

Keay, Andrew. «Shareholder primacy in corporate law: can it survive?». *European Company and Financial Law Review* 7 (2010): 369-413.

— *The corporate objective*. Northampton. Massachusetts: Edward Elgar, 2011.

Kent Greenfield. *The failure of corporate law*. Chicago: The University of Chicago Press, 2006.

Keynes, John M. Keynes. *The end of Laissez-faire*. New York: Prometheus, 2004.

Klein, April. «Audit committee, board of directors characteristics and earnings management». *Journal of Accounting and Economics* 33 (2002) 3: 375-400.

Klein, April y Emanuel Zur. «Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors». *Journal of Finance* 64 (2009): 187-229.

Klausner, Michael. «The contractarian theory of corporate law: a generation later». *The Journal of Corporate Law*. spring (2006): 779-797.

Kosnik, Rita D. «Effects of board demography and directors´ incentives on corporate greenmail decisions». *The Academy of Management Journal* 33 (1990) 1: 129-150.

Kraakman Reinier y Henry Hansman. «The end of history of corporate law»: 1-37. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.204528.

Kraakman, Reinier. «Corporate liability strategies and the cost of legal controls». *Yale Law Journal* 93 (1984): 857-898.

Langevoort, Donald G. «The human nature of corporate boards: law, norms, and the unintended consequences of independence and accountability». *Georgetown Law Journal* 89 (2001): 797-832.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny. «Investor protection and corporate governance». *Journal of Financial Economics* 58 (2000a) 1: 3-27.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny. «Legal determinants of external finance». *Journal of Finance* 53 (1997): 1131-1150.

Lamoreux, Naomi R. *The great merger movement in american business*. New York: Cambridge University Press, 1985.

Larcker, David F. y Brian Tayan. *Corporate governance matters*. *A closer look at organizational choices and their consecuences.* New Jersey: Pearson Education, 2011.

— «Are current CEOS the best board members?». *Stanford Graduate School of Business* CGRP 18 (2011): 1-5.

— *A Real Look at Real World Corporate Governance*. Stanford: Michelle E. Gutman, 2013.

— «Union activism: do Union Pension Funds Act solely in the interest of beneficiaries?». *Stanford Closer Look Series* 11 (December 2012): 1-10.

Larcker, David, Eric So y Charles Wang. «Boardroom centrality and stock returns». Rock Center for Corporate Governance at Stanford University. *Working Paper* nº. 84, *Social Science Research Network.* (2010). Citado en David Larcker y Bryan Tayan, *Corporate governance matters*. New Jersey: Pearson Education, 2011.

Larcker, David F. Gaizka Ormazabal, Daniel J.Taylor. «The market reaction to corporate governance regulation». *Journal of financial economics* 101 (2011): 431-448.

Lazonick, William y Mary O´Sullivan. «Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance». *Economy & Society* 29, issue 1 (2000): 13-35.

Learmount, Simon. «Theorizing corporate governance: new organizational alternatives». *Journal of Interdisciplinary Economics* 14 (2003): 159-173.

Lee Ian B. «Efficiency and ethics in the debate about shareholder primacy». *Delaware Journal of Corporate Law* 31 (2006): 533-588.

— «Corporate law profit maximization and the "responsible shareholder"». *Stanford Journal of Law, Business and Finance* (march, 2005): 2-35.

Lee, Thomas. «The corporate persona, contract (and market) failure, and moral values». *North Carolina Law Review* 69 (1991): 273-297.

Lehn, Kenneth, Sukesh Patro y Mengxin Zhao. «Governance indexes and valuation: which causes which?». *Journal of Corporate Finance* 13 (2007): 907-928.

Leslie, Melanie B. «Trusting trustees: fiduciary duties and the limits of default rules». *Georgetown Law Journal* 67 (2005): 67-119.

Leung, Wai, Shun Wilson. «The indecuancy of shareholder primacy: a proposed corporate regime that recognizes non-shareholder interest». *Columbia Journal of Law and Social problems* 30 (1997): 587-615.

Li, Ting y Nataliya Zaiats. «Corporate governance of dual class firms». Institute of Financial Studies. Southwestern University of Financial and Economics (2012) http://ifs.swufe.edu.cn/upload/data/201207/6141058505008b9f38732c.pdf.

Link, Arthur S. *Wilson: the new freedom*. New York: ACLS Humanities, 2008.

Lippman, Walter. *Drift and mastery*. Wisconsin: University of Wisconsin Press, 1989.

Lipton, Martin y Paul K. Rowe. «The inconvenient truth of corporate governance: some thoughts on vice-chancellors Strine essay». *The Journal of Corporation Law* 33 (2007): 63-71.

Loderer, Claudio F., Lukas Roth, Urs Waelchii y Petra Joerg. «Shareholder value: principles, declarations and actions» (2009): European Corporate Institute Working Paper No 95/2006. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.690044.

Ma, Linlin, Yuheua Tang y Juan Pablo Gómez. «Portfolio manager Compensation in the U.S. Mutual Fund Industry». New York University (june, 2012): 1-44. http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/26783/Gomez_09182012.pdf.

Macchiarola, Michael C. «Consciously decoupling: a response to professors Barry, Hatfield y Kominers». *Virginia Law Review On Line* 100 (2014): 34-47.

Macdonald, Terry. *Global stakeholder democracy: power and representation beyond, liberal states*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

Mace, Myles L. *Directors: myth and reality*. Cambridge: Harvard Business School Press, 1971.

Macey, Jonathan R. «A close read of an excellent commentary on Dodge vs. Ford». *Virginia Law & Business Review* 3 (2008): 177-190.

— «Fiduciary duties as residual claims: obligations to nonshareholder constituencies from a theory from the firm perspective». *Cornell Law Review* 84 (1999): 1266-1283. Citado en Andrew Keay. «The enlighted shareholder value principle and corporate governance». *The Modern Law Review* 76, issue 5 (2013): 1-45.

— «The politization of american corporate governance». *Virginia Law & Business Review* 1 (2009): 11-57.

— «The transformation of the american law institute». *George Washington Law Review* 61 (1993): 1211-1232.

— *Corporate governance*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2008.

Mallin, Christine. *Corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2009.

Manges, Gerard H. «The Investment Company Amendments Act of 1970. An analysis and appraisal after two years». *Boston College Industrial and Commercial Law Review* 14, nº 3 (1973): 387-435.

Manne, Henry G. «Mergers and the market for corporate control». *Journal of Political Economy* 73 (1965): 110-120.

— «Some theoretical aspects of share voting. An essay in honor of A.A. Berle». *Columbia Law Review* 64 (1964): 1427-1445.

Manning, Bayless. «The shareholders appraisal remedy: an essay for Frank Coker». *Yale Law Journal* 72 (1962): 223-267. En Harwell Wells, «"Corporation law is dead". Heroic managerialism, legal change, and the puzzle of corporation law at the height of the american century». *University of Pennsylvania Journal of Business* Law 15 (2013): 305-351.

Marcantel, Jonathan, A. «The corporation as a "real" constitutional person». *UC Davis Business Law Journal* 11 (2010): 221-256.

Marens, Richard. «Inventing corporate governance: the mid-century emergence of shareholder activism». *Journal of Business and Management* 8 (2002) 4: 365-390.

Margolis, Ellie. «Beyond Brandeis: exploring the uses of non-legal material in appellate briefs». *University of San Francisco Law Review* (winter 2000): 299-340.

Marin, Michael. «Disembedding corporate governance: the crisis of shareholder primacy in the UK and Canada». *Queen´s Law Journal* 39 (2013): 223-271

Martin, Shaun y Frank Partnoy. «Encumbered shares». *University of Illinois Law Review* 3 (2005): 775-813.

Masouros, Pavlos E. *Corporate law and economic stagnation. How shareholders value and short-termism contribute to the decline of the western Europe*. The Haghe: Eleven International, 2013.

Masulis, Ronald W. y Randall S. Thomas. «Does private equity create wealth? The effects of private equity and derivatives on corporate governance». *The University of Chicago Law Review* 72 (2009): 219-261.

Masulis, Ronald W., Cong Wang y Fei Xie. «Agency problems at dual-class companies». *Journal of Finance* 64 (2009): 1697-1727.

Matten Dick, y Andrew Crane. «What is stakeholder democracy? perspectives and issues». *Business Ethics: A European Review* 14 (2005): 6-13.

McCahery, Joseph A., Zacharias Sautner y Laura T. Starks. «Behind the scenes: the corporate preferences of institutional investors» (octubre 2014). http://ssrn.com/abstract=1571046.

McChesney, Fred S. «Intellectual attitudes and regulatory change: an empirical investigation of legal scholarships in the depression». *Journal of Legal Education* 38 (1988): 211-241.

McCraw Thomas K. *Prophets of regulation*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1984.

Meachan, Jon. *Thomas Jefferson: the art of* power. New York: Random House, 2013.

Micklethwait, John y Adrian Wooldridge. *The company. A short story of a revolutionary idea*. New York: Modern Library, 2003.

Millman, G. J. y Rubenfeld, S. «The hottest job in America. Compliance officer: a dream career?». *Wall Street Journal* (enero 2014). http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303330204579250722114538750

Millon, David. «Enlightened shareholder value, social responsability and the redefinition of the corporate purpose without law». *Washington and Lee University School of Law.* Working Paper nº 2010/11 (junio, 2010): 1-47.

— «New directions in corporate law: communitarians, contractarians and the crisis in corporate law». *Washington and Lee Law Review* 50 (1993): 1373-1396.

— «Redifining corporate law». *Indiana Law Review* 24 (1991): 224-280.

— «Theories of the corporation». *Duke Law Journal* (1990): 201-263.

— «Why is corporate management obsessed with quarterly earnings and what should be done about it?». *George Washigton Law Review* 70 (2002): 890-923.

Mitchell, Lawrence E. «Groundwork of the metaphysics of corporate law». *Washington and Lee Law Review* 50 (1993): 1477-1490.

— *Progressive corporate law*. Boulder, Colorado: Westview Press, 1995.

— «The legitimate rights of public shareholders» (2009). http://ssrn.com/abstract=1352025.

— «The morals of the market place: a cautionary essay for any time». *Stanford Law & Policy Review* 20 (2009): 171-193.

— *The speculation economy. How finance triumphed over industry*. San Francisco: Berrett- Koehler, 2007.

Monks, Robert A.G. *Citizens disunited:passive investors, drone CEOs, and the corporate capture of the american dream*. New York: Minivers, 2013.

Monks, Robert A. G. y Nell Minow. *Corporate governance*. 5ª ed. West Sussex, United Kingdom: John Wiley and Sons, 2011.

Moore, Mark T. *Corporate governance in the shadow of the state*. Portland, Oregon: Hart, 2013.

Morag-Levine, Nora. «Facts, formalism and the Brandeis brief: the origins of a myth». *University of Illinios Law Review* (2013): 59-103.

Morck, Randall K. *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

Mork. Randall, Andrei Shleifer y Robert Vishny. «Alternative mechanisms for corporate control». *American Economic Review* 79:4 (1989): 842-53.

— «Management ownership and market valuation: an empirical analysis» *Journal of Financial Economics* 20 (1988): 293-315.

Mowry, Don E. «The abuse of the corporate charter». *Albany Law Journal* 69 (1907): 188. En Mitchell, *The speculation economy*. *How finance triumphed over industry*. San Francisco: Berrett- Koehler, 2007.

Múgica Alcorta, Ramón. «Desde el gobierno corporativo a la responsabilidad de los administradores». *Estudios de Deusto* 5 (2009) 2: 193-254.

Muñoz Pérez, Ana Felicitas. *Los derivados financieros equity y el gobierno corporativo de las sociedades.* Madrid: Marcial Pons, 2013.

Murphy, Michael E. «The nominating process of corporate boards of directors: a decision making analysis». *Berkeley Business Law Journal* 5, issue 2 (2008): 130-193.

Nader, Ralph, Mark Green y Joel Seligman. *Taming the giant corporation*. New York: W.W. Norton, 1976.

Nathan, Charles & Parul Mehta. «The parallel universes of institutional investors and institutional voting» (blog). http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/04/06/the-parallel-universes-of-institutional-investing and-institutional-voting/#1.

Neville, Benjamin A. y Bulent Menguc, «Stakeholder multiplicity: towards and understanding of the interactions between stakeholders». *Journal of Business Ethics* 66 (2006): 377-391.

Nordberg, Donald. «Unfettered agents? the role of ethics in corporate governance». En *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*. Baker y Anderson Hoboken. Eds., 175-192. New Jersey: John Wiley & sons, 2010.

O´Connor, Sean M. «Be carefull what you wish for: how accountants and Congress created the problem of auditor independence». *Boston College Law Review* 45 (2004): 741-828.

Omran, Mohammed, Peter Atrill, y John Preston. «Shareholders versus stakeholders: corporate mission statements and investors returns». *Business Ethics: a European Review* 11 (2002): 318-326.

Oswald, Linda J. «Shareholders vs. stakeholders: evaluating constituency statutes under the takings clause». *Journal of Corporation Law* 23 (1997): 1-29.

Ott, Julia C. «The free and open people`s market: political ideology and retail brokerage at the New York Stock Exchange, 1913-1933». *The Journal of American History* 96 (2009): 44-71.

Pacces, Alessio M. *Rethinking corporate governance. The Law and economics of control powers*. London: Routledge, 2012.

Pagano Marco y Paolo Volpi. «The political economy of corporate governance». *American Economic Review* 95 (2005): 1005-1030.

Palmiter, Alan R. *Securities regulation*. 5ª ed. New York: Aspen, 2011.

Peach, William N. *The securities affiliate of national banks*. New York: Arno, 1975.

Pestritto, Ronald J. *Woodrow Wilson and the roots of modern liberalism*. New York: Rowman & Littlefield, 2005.

Philips, Robert. «Stakeholder legitimacy». *Business Ethics Quarterly* 13 (2003): 25-41.

Phillips, Richard M. «Deregulation under the Investment Company Act- A reevaluation of the corporate paraphernalia of shareholder voting and boards of director». *Business Law* 37 (1982): 903-913.

Phillips, Robert. «Stakeholder legitimacy». *Business Ethics Quarterly* 13 (2003): 25-41.

Plender, John. *A stake in the future: the stakeholder solution*. London: Nicolas Bradley, 1997. Citado en Andrew Keay, *The corporate objective*, Northampton. Massachusetts: Edward Elgar, 2011.

Pierre-Louis, Lydie. «Hedge fund fraud and the public good». *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* XV (2009): 21-95.

Pontificio Consejo Justicia y Paz. *Compendio de la doctrina social de la iglesia*. Madrid: Biblioteca de autores cristianos, 2012.

Porter, Glenn. *The rise of the big business*. 3ª ed. Wheeling, Illinois, Wiley-Blackwell, 1973.

Posner, Richard A. «The law and economics movement: from Bentham to Becker», en *The origins of law and economics*. New York: Edward Elgar, 2005.

Pound, John. «The rise of the political model of corporate governance». *New York University Law Review* 68 (1993): 1003-1071.

Prevost, Andrew K., Ramesh P. RAO, y Melissa A. Williams. «Shareholder activist: champions or detractors». Financial Review.47:2(2012): 327-349.

Ramseyer, Mark J. «Corporate law stories». New York Foundation Press, 2009.

Rawls, John. *Theory of justice*. 2ª ed. Boston: Harvard University Press, 1999.

Razaee, Zabihollah. «Corporate governance rules and guidelines». En *Corporate governance a synthesis of theory, research, and practice*. Eds. H. Kent Baker y Ronald Anderson, 577-598. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

— *Corporate governance post-Sabarnes-Oxley act: regulation, requirements, and integrate processes.* Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2007.

Reich-Graefe, René. «Deconstructing corporate governance: directors primacy without principle?». *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 26 (2007): 465-529.

Renneboog, Luc y Peter G. Szilagvi. «The role of shareholders proposals in corporate governance». *Journal of Corporate Finance* 17 (2010): 167-188.

Ringe, Wilf-Gerog. «Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in the European Union». *Seattle University Law Review* 33(2013): 1027-1115.

Ripley, William Zebina. *Main street and Wall Street*. Boston: Little, Brown, 1927.

Rock, Edward B. «The logic and (Uncertain) significance of institutional shareholder activism». *Georgetown Law Journal* 79 (1991): 445-506.

Rodrigues, Usha. «Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership». *Minnesota Law Review* 95 (2011): 1822-1868.

Roe, Mark J. *Strong Managers Weak Owners*. *The political roots of American corporate finance*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1994.

— «Delaware´s politics». *Harvard Law Review* 118 (2005): 2491-2543.

Roll, Richard. «The hubris hypothesis of corporate takeovers». *Journal of Business* 59 (1986): 197-216.

Romanek, Broc. «The pioneers of corporate governance». *The Corporate Governance Advisor* 19 (2011): 1-5.

Romano, Roberta. «A guide to takeovers: theory, evidence, and regulation». *Yale Journal on Regulation* 9 (1992): 118-180.

— «Competition for corporate charters and the lesson of takeover statutes». *Fordham Law Review* 61 (1993): 843-884.

— «Public pension fund activism in corporate governance reconsidered». *Columbia Law Review* 93 (1993): 795-853.

— «State competition for corporate charters». *Cardozo Law Review* 8 (1987): 709-760.

— «What is the value of other constituency statutes». *University of Toronto Law Journal* 43 (1993): 533-544.

— *Foundations of corporate law*. New York: Oxford University Press, 1993.

— *The genious of american corporate law*. Washington: American Enterprise Institute, 1993.

Rose, Paul. «Common agency and the public Corporation». *Vanderbilt Law review* 63 (2010) 5: 1356-1415.

— «The corporate governance industry». *The Journal of Corporation Law* (summer 2007): 887-926.

Ross, Stephen, David Hillier, Randolph W Westerfield , Jeffrey Jaffe y Bradford D. Jordan. *Corporate finance*. 6ª ed. New York: McGraw Hill, 2002

Roth, Marcus. «Employee participation, corporate governance and the firm: a transatlantic view focused on occupational pensions and co-determination». *European Business Organization Law Review* 11 (2010): 51-85

— «Labor and comparative corporate governance in times of pension capitalism». *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* XVIII (2013): 753-819.

Sachs, Sybille y Edwind Rúhli. *Stakeholders matter*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

Rodgers, Daniel T. «In asearch of progressive movement». *Reviews in American History* Winter (2000): 113-132.

Salter, Malcom S. «Short-termism at its worst: how short- termism invites corruption…and what to do about it». Harvard University, Edmos. J. Safra Center for Ethics. *Working Paper* nº 5 (abril 2013). http://www.ethics.harvard.edu/lab.

Schall, Alexander. «Corporate governance after the dead of the king. The origin of the separation of powers in companies». *European Company and Financial Law Review* 4 (2011): 476-488.

Schazenbach, Max M. y Robert H. Stkoff. «Did reform of prudent trust investment laws change trust portfolio allocation?». *Journal of Law & Economics* 50 (2007): 681-711.

Schwartz, Donald. «Shareholder democracy: a reality or a chimera?». *California Management Review* 25 (1983): 53-67.

Schipper, Katherine y Abbie Smith. «Effects of management buyouts on corporate interest and depreciation tax reductions». *Journal of Law and Economics* 34 (1991): 295-341.

Scott, Kenneth E. «Corporation law and the American law institute corporate governance project». *Stanford Law Review* 35 (1983): 927-948.

Sears, John H. *The new place of the stockholder*. New York: Harper, 1929.

Seligman, Joel. «No one can serve two masters: corporate and securities law after Enron». *Washington University Law Review* 80 (2002) 2: 449-522.

— «Should investment companies be subject to a new statutory self-regulatory organization?». *Washington University Law Review* 83, issue 4 (2005): 1115-1128.

— «A sheep in wolf´s clothing: the american law institute principles of corporate governance project». *George Washington Law Review* 55 (1987): 328-344. En Dalia Tsuk. «Status bound: the twentieth century evolution of directors liability». *New York University Journal of Law and Business* (2009): 63-151.

— *The transformation of Wall Street*. 3ª ed. New York: Aspen, 2003.

Shapiro, Amy. «Who pays the auditor calls the tune? Auditing regulation and clients´incentives». *Seton Hall Law Review* 35 (2005): 1029-1095.

Sharara, Norma M. y Anne H. Hoke-Witherspoon. «The evolution of the 1992 shareholder communication proxy rules and their impact in corporate governance». *Business Law* 49 (1993): 327-358.

Sher, Noam. «Holding the managing underwriter liable in various IPO contexts will maximize economic welfare». «Underwriters´ civil liability for IPOS: An economic analysis». *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law* 27, issue 2 (2006): 389-464.

Shleifer Andrei y Robert W. Vishny. «Large shareholders and corporate control». *Journal of Political Economy* 94 (1986) 3: 461-489

Shleifer, Andrei A. y Robert W. Vishny. «A survey of corporate governance». *Journal of finance* 52 (2010): 737-783.

Shun, Wai y Wilson Leung. «The indecuancy of shareholder primacy: a proposed corporate regime that recognizes non-shareholder interest». *Columbia Journal of Law and Social problems* 30 (1997): 587-627.

Skalar, Martin. *The corporate reconstruction of american capitalism*. New York: Press Syndicate of the University of Cambridge, 1988.

Smart, Scott, Chad Zutter y Ramabhadran Thirumalai. «Why dual class shares don´t add up». *NACD Directorship* 33 (2007): 14-24.

Smith, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Londres: Penguin, 1999. Lib. V, cap. 1. Citado en Janet Dine y Marios Koutsias. *The nature of corporate governance. The significance of national cultural identity.* Northampton, Massachusets: Edward Elgar, 2013.

Smith, Gordon D. «The shareholder primacy norm». *The Journal of Corporation Law* 23 (1998): 277-322.

Sneirson, Judd F. «Doing well by doing good: leveraging due care for better more socially responsible corporate decision making». *The Corporate Governance Law Review* 3 (2007): 438-483.

Solomon, Jill. *Corporate governance and accountability*. 3ª ed. West Sussex, United Kigdom: John Wiley and Sons, 2010.

Sommer, Alphonse A. «The impact of the SEC, on corporate governance». *Law and contemporary problems* 41 (1977): 115-145.

Spitzeck, Heiko, y Erik Hansen. «Stakeholder governance: how stakeholder influence corporate decision making». *Corporate Governance* 10 (2010): 379-391.

Stewart, Fenner. «Berle´s conception of shareholder primacy: a forgotten perspective for reconsideration during the rise of finance». *Seattle University Law Review* 34 (2011): 1457-1499.

Stoke, Harold W. «Economic influences upon the corporation´s laws of New Jersey». *Journal of Political Economy* 38 (1930): 551-579.

Stoney, Christopher y Diana Winstanley. «Stakeholder confusion or utopia? mapping the conceptual terrain». *Journal of Management Studies* 38 (2001): 603-626.

Stout Lynn A. «The shareholder value myth». *The European Financial review* (abril 2013). http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/771.

— «Bad and no so bad arguments for shareholder primacy», *Southern California Law Review* 75 (2002): 1189-1212.

— «The shareholder as Ulysses: some empirical evidence on why investors in public corporations tolerate board governance». *University of Pennsylvania Law Review* 152 (2003): 667-713.

— «When we should stop teaching Dodge vs. Ford». *Virginia Law & Business Review* 3 (2008): 163-190.

— *The shareholder value myth.* San Francisco: Berrett-Koehler, 2012.

Strine, Leo S. «Can we do better by ordinary investors? a pragmatic reaction to the dueling ideological mythologist of corporate law». *Columbia Law Review* 114 (2014): 449-503.

— «One fundamental corporate governance question we face: can corporations be managed for the long term unless their powerful electorates also act and think long term». *Business Lawyer* 66 (2010): 1-27.

— «The inescapably empirical foundations of the common law of corporations». *Delaware Journal of Corporate Law* 27 (2002): 499-524.

— «Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance». *Journal of Corporation Law.* Fall (2007): 1-40.

Talbot, Lorraine. *Progressive corporate governance for the 21st century*. New York: Routledge, 2013.

Tallman, Ellis W. «The panic of 1907». Federal Reserve Bank of Cleveland http://www.clevelandfed.org/research/workpaper/2012/wp1228.pdf.

Taub, Jennifer. «Able but not willing: the failure of mutual fund advisers to advocate for shareholders' rights». *Journal of Corporation Law* 34 (2009) 3: 101-151.

Teles, Stephen S. *The rise of the conservative legal movement: The battle for control of the law*. Princetown: Princetown University Press, 2008.

Thomas Randall S., y Kenneth J. Martin. «Should labor be allowed to make shareholders proposals». *Washington Law Review* 73, nº 1 (1998): 41-82.

Thompson, Robert B. y Paul H. Edelman. «Corporate voting». *Vanderbilt Law Review* 62 (2009): 129-136.

Todd, Alex. «Corporate governance best practices». En *Corporate governance a synthesis of theory, research, and practice*. Eds. H. Kent Baker y Ronald Anderson, 57-78. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

Tosi, Henry L. y Luis R. Gómez Mejia. «The decoupling of CEO pay and performance: an agency theory perspective». *Administrative Science Quarterly* 34:2 (1989): 169-189

Trevis, Certo S. «Influencing initial public offering investors with prestige: signaling with board structures». *The Academy of Management Law Review* 28 (2003) 3: 432-446.

Tricker, Bob. *Corporate governance. Principles, policies and practices*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2009.

Tsuk, Dalia. «Shareholders as proxies: the contours of shareholder democracy». *Washington & Lee Law Review* 23 (2006): 1502-1578.

— «Status bound: the twentieth century evolution of directors liability». *New York University Journal of Law and Business* (2009): 63-151.

Turnbull, Shann. «What´s wrong with corporate governance best practices?». En *Corporate governance a synthesis of theory, research, and practice*. Eds. H. Kent Baker y Ronald Anderson, 79-96. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

Uforsky, Melvin I. «Proposed federal incorporation in the progressive era». *American Journal of Legal History* 26 (1982): 160-183.

Valenzuela Garach, Fernando. «Método científico y Derecho Mercantil». *Revista de Estudios Jurídicos* 9 (2009): 1-23.

Van Der Zwan, Natascha. «The making of shared capitalism: business, labor and corporate Accountability in the late twenty century». *Workshop for the Study of Employee Ownership, Profit-sharing and Broad-Based Stock Options*, Rutgers University, New Brunswick, New Jersey (febrero 2011). http://smlr.rutgers.edu/2011-making-of-shared-capitalism-business-labor-and-corporate-accountability-natascha-van-der-zwan.

Veblen, Thorstein. *Absentee ownership. Business enterprise in recent times: the case of America*, ed. 2009. New Brunswick, New Jersey: Transaction, 1923.

Veblen, Thorstein. *Theory of business enterprise*, ed. 2005. New York: Cosimo, 1904.

Velasco, Julian. «Shareholder ownership and primacy». *University of Illinois Law Review* 3 (2010): 897-957.

Velasco, Julián. «The fundamental rights of shareholders». *Davis University of California* 40 (2006): 407-466.

Verstein, Andrew. «Trustee or delegate? Understanding representation to illuminate shareholder governance and regulatory change». *European Company and Financial Law Review* 1 (2012): 74-100.

Warburton, Alfred J. «Trust versus corporations an empirical analysis of competing organizational forms». *The Journal of Corporation Law* 36 (2010): 101-138.

Warburton, Joseph A. «Should funds be corporations? A legal and econometric analisys». *The Journal of Corporation Law* 33 (2008): 745-776.

Weisbach, Michael S. «Outside directors and CEO turnover». *Journal of Financial Economics* 20:1/2 (1988): 431-460

Wells, Harweel. «The birth of corporate governance». *Seattle University Law Review* 33 (2010) 4: 1247-1292.

Wen, Tian. «You can´t sell your firm and own it too: disallowing dual-class stock companies from listing on the securities exchanges». *University of Pennsylvania Law Review* 162 (2014): 1495-1516.

Wesser, Robert F. *Charles Evans Hughes. Politics and reforms in New York, 1905-1910*. Ithaca: Fall Creek, 2009.

White, Lawrence J. «Credit rating agencies and the financial crisis: less regulation of CRAs is a better response». *Journal of International Banking Law and Regulation* 25 (2010): 170-195.

Williams, Karen. «From shareholder value to present-day capitalism». *Economy and Society* 29 (2000)1: 1-12

Williamson, Oliver E. «Corporate board of directors: in principle and in practice». *Journal of Law Economics & Organizations* 24, issue 2 (2009): 247-272.

— «Corporate governance». *The Yale Law Journal* 93 (1984): 1197-1232.

— «The vertical integration of market production: market failure considerations». *American Economic Review* 61 (1971): 112-123.

— «Transaction-cost economics» Handbook of Industrial Organization. New York.Elsevier, 1989. 135-182. En Roberta Romano. *Foundations of Corporate Law*. San Francisco, California: Lexis Nexis, 2006.

Winkler, Adam. «Corporate law or the law of business. Stakeholder and corporate governance at the end of history». *Law and Contemporary Problems* 67 (2004): 109-133.

Winter, Ralph K. Jr. «State law, shareholder protection, and the theory of the corporation». *Journal of Legal Studies* 6 (1977): 251-292.

Wolf, Clark. «Contemporary property rights, lockean provisos and the interest of future generations». *Ethics* 105 (1995) 4: 791-818.

Wong, Simon C. Y. «Tackling the root causes of shareholder passivity and short-termism». *Financial Times*, 14 de diciembre de 2009. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523924.

Wood, David. «Whom should business serve?». *Australian Journal of Corporate* Law 14, issue 3 (2002): 266-285.

Wormser, Maurice. *Frankenstein incorporated*. New York: McGraw-Hill.

Yermack, David. «Shareholder voting and corporate governance». *Annual Review of Financial Economics* 2 (2010): 103-125. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523562,

Young, Young M. «Sec no-action determinations: different fates for individual and institutional shareholders and the impact of reform». *The corporate governance advisor* 2 (2009) 17: 22-30.

Zaremby, Justin. *Legal realism and american law*. New York: Bloomsbury, 2013.

Zehnder, Egon y David Whalen. «Audit analytics, director departures: a five years overview» (2009). http://www.auditanalytics.com/0000/custom-reports.php.

2. FUENTES CORPORATIVAS E INSTITUCIONALES

Abbott. CGG. http://www.abbott.com/investors/governance/governance-guidelines.html.

Abbvie. CGG. http://www.abbvieinvestor.com/phoenix.zhtml?c=251551&p=irol-govhighlights.

AES. CGG. http://www.aes.com/files/doc_downloads/about_us_pdf/charters/New%20-%202014/Corp-Governance-Guidelines-2014.pdf.

Aflac. CGG. http://investors.aflac.com/corporate-governance/guidelines.aspx.

AIG. CGG. http://www.aig.com/corporate-governance_3171_437857.html.

Alcoa. CGG. http://www.alcoa.com/global/en/about_alcoa/corp_gov/info_page/guidelines.asp.

All State. CGG. http://www.allstateinvestors.com/phoenix.zhtml?c=93125&p=irol-govguidelines.

Altria. CGG. http://www.altria.com/About-Altria/Corporate-Governance/Guidelines/Pages/default.aspx.

American Airlines. CGG. http://www.aa.com/content/images/amrcorp/corporate-governance-guidelines.pdf.

Amerisoucebergen. CGG. http://www.amerisourcebergen.com/investor/phoenix.zhtml?c=61181&p=irol-govguidelines_pf.

Anthem. CGG. http://ir.antheminc.com/phoenix.zhtml?c=130104&p=irol-govhighlights.

Apple. CGG. http://investor.apple.com/corporate-governance.cfm.

Apple. *Nomination committee charter*. http://files.shareholder.com/downloads/AAPL/0x0x443006/9bf4bd94-42fd-4e88-84f9-908dfc3ecb60/compensation_charter.pdf.

Apple. Proxy statements. http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-13-5529&cik=320193.

Apple. *Shareholder proposal* (2000). http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingID=1193125-14-8074&CIK=320193.

Archer Daniels & Midlands. CGG. http://www.adm.com/en-US/investors/governance/Pages/default.aspx.

Arrows Electronics. CGG. http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=85834&p=irol-govGuidelines.

AT&t. CGG. http://www.att.com/gen/investor-relations?pid=5606.

AT&T. CGG. http://www.att.com/gen/investor-relations?pid=5606.

Athena. CGG. http://www.athenaresources.com.au/corporate/corporate-governance/.

Autonation. CGG. http://investors.autonation.com/phoenix.zhtml?c=85803&p=irol-govhighlights.

Avnet. CGG. http://ir.avnet.com/corporate-governance.cfm.

Baker Hughes. CGG. http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-govhighlights.

Bank of America. CGG. http://investor.bankofamerica.com/phoenix.zhtml?c=71595&p=irol-govhighlights.

Berhshire Hathaway. CGG. http://www.berkshirehathaway.com/govern/govern.htm.

Berkshire. CGG. http://www.berkshirehathaway.com/govern/govern.html.

Best Buy. CGG. http://investors.bestbuy.com/investor-relations/governance/corporate-governance/default.aspx.

Boeing. CGG. http://www.boeing.com/resources/boeingdotcom/company/general_info/pdf/2015-02-23-corporate-governance-principles.pdf.

Bristol-Meyer Squibb. CGG. http://www.bms.com/ourcompany/governance/Pages/corporate_governance_guidelines.aspx

Burks contra Lasker, 441 U.S. 471, 484 (1979), http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=US&vol=441&invol=471.

Bylaws de Amazon. http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=97664&p=irol-govBylaws.

Bylaws de Apple. http://investor.apple.com/common/download/download.cfm?companyid=AAPL&fileid=733772&filekey=d1ea258e-113e-4574-80a1-d418b34a8275&filename=Amended_Bylaws.pdf.

Bylaws de AT&T. http://www.getfilings.com/sec-filings/110627/ATandT-INC_8-K/exhibit3bylaws.htm.

Bylaws de Berkshire Hathaway. http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1067983/000119312510254196/dex31.htm.

Bylaws de Boeing. http://www.boeing.com/assets/pdf/corp_gov/bylaws.pdf.

Bylaws de Chevron. http://files.shareholder.com/downloads/AMDA-NJ5DZ/0x0x621045/f741be80-729e-48dc-95c9-011db38a95e6/FB_Bylaws.pdf.
Bylaws de Coca Cola. http://www.coca-colacompany.com/investors/by-laws.
Bylaws de Conocophillips. http://www.conocophillips.com/investor-relations/governance/Documents/SMID_398_IR_Governance_Bylaws.pdf.
Bylaws de Facebook. http://files.shareholder.com/downloads/AMDA-NJ5DZ/0x0x621045/f741be80-729e-48dc-95c9-011db38a95e6/FB_Bylaws.pdf.
Bylaws de FedEx. http://investors.fedex.com/governance-and-citizenship/policies/bylaws/default.aspx.
Bylaws de general Motors. http://www.gm.com/content/dam/gmcom/COMPANY/Investors/Corporate_Governance/PDFs/GM_Bylaws.pdf.
Bylaws de Google. https://investor.google.com/corporate/bylaws.html.
Bylaws de Halliburton. , http://corporate.findlaw.com/contracts/formation/bylaws-halliburton-co.html.
Bylaws de Home Depot. http://ir.homedepot.com/phoenix.zhtml?c=63646&p=irol-govhighlights.
Bylaws de IBM. http://www.ibm.com/investor/att/pdf/IBM_Bylaws.pdf.
Bylaws de JP. Morgan Chase. http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/document/235721_2013-09-17_By-Laws_ada.pdf.
Bylaws de Lockheed Martin. http://lockheedmartin.com/content/dam/lockheed/data/corporate/documents/Lockheed-Martin-Bylaws.pdf.
Bylaws de Microsoft. https://www.microsoft.com/investor/CorporateGovernance/PoliciesAndGuidelines/bylaws.aspx.
Bylaws de Nike. http://nike.q4web.com/Investors/Corporate-Governance/Company-Bylaws/default.aspx.
Bylaws de Pfizer. https://www.pfizer.com/files/investors/corporate_governance/bylaws.pdf.
Bylaws de Starbucks. http://investor.starbucks.com/phoenix.zhtml?c=99518&p=irol-irhome;.
Bylaws de Valero Energy. http://www.valero.com/Financial%20Documents/Bylaws.pdf.
Bylaws de Wall-Mart Stores. http://cdn.corporate.walmart.com/37/7c/297938f647be9698c2560ba43b69/walmart-stores-inc-bylaws-june-5-2014.pdf.
Bylaws de Walt Disney. http://cdn.media.ir.thewaltdisneycompany.com/forms/disney-bylaws.pdf.
Bylaws de Wells Fargo. https://www08.wellsfargomedia.com/downloads/pdf/about/corporate/governancebylaws.pdf.
Calpers y GMI Ratings. «Vote calculation methodologies». https://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/pubs/calpers-russell-1000-vote-calculation-methodology-final-v2.pdf.
Capital One. CGG.http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=70667&p=irol-govGuidelines_pdf.
Cardinal Health. CGG. http://ir.cardinalhealth.com/corporate-governance/default.aspx.
Caterpillar. CGG. http://www.caterpillar.com/en/company/governance.html.
Chesapeake. CGG. http://www.chk.com/responsibility/governance.
Chevron. CGG. http://www.chevron.com/investors/corporategovernance/governanceguidelines/.
Chevron. CGG. http://www.chevron.com/investors/corporategovernance/governanceguidelines/.
Cigna. CGG. http://www.cigna.com/about-us/corporate-governance/.
Cisco. CGG. http://investor.cisco.com/investor-relations/governance/Highlights/default.aspx.
Comcast. CGG. http://www.cmcsa.com/governance.cfm.
Committee for Economic Development (CED). «Are institutional investors part of the problem or part of the solution?» (octubre 2011). https://www.ced.org/reports/single/are-institutional-investors-part-of-the-problem-or-part-of-the-solution.
Community Health System. CGG. http://www.chs.net/company-overview/corporate-governance/.
Companies Act 2006, UK. http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf.
Conocophillips. CGG. http://www.conocophillips.com/investor-relations/governance/Pages/default.aspx.
Corporate Governance Net. http://www.corpgov.net/2014/05/fiduciary-duty-announce-votes-part-2-historical-background/.
Council of Institutional Investors. http://www.cii.org/dualclass_stock.
Cummins. CGG. http://www.cummins.com/global-impact/sustainability/corporate-responsibility.

CVS Caremark. CGG.http://investors.cvshealth.com/corporate-governance.aspx.
Danaher. CGG. http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=82105&p=irol-govhighlights
Decimocuarta Enmienda: University of Cornell. http://www.law.cornell.edu/constitution/amendmentxiv.
Delaware Code. http://delcode.delaware.gov/title8/c001/;
Delaware Statutory Trust. http://www.icifactbook.org/pdf/2014_factbook.pdf.
Deloitte, «The risk intelligent chief compliance officer (2012) http://deloitte.wsj.com/riskandcompliance/files/2013/04/us_grm_riskintelligentcco_050812.pdf.
Delta Airlines. CGG.http://ir.delta.com/governance/principles-and-. guidelines/default.aspx.
Direct TV. CGG. http://investor.directv.com/files/doc_downloads/documents/Corporate%20Governance%20Guidelines%20FINAL%2002-14-2014.pdf.
Dollar General. CGG. http://investor.shareholder.com/dollar/governance.cfm.
Dow Chemical. CGG. http://www.dow.com/en-us/investor-relations/corporate-governance/corporate-governance-guidelines.
Duke Energy. CGG. https://www.duke-energy.com/corporate-governance/principles.asp.
Dupont. CGG. http://investors.dupont.com/investor-relations/corporate-governance/governance-documents/default.aspx.
Eli Lilly. CGG. http://www.lilly.com/about/corporate-governance/Pages/guidelines.aspx.
EMC. CGG: http://www.emc.com/collateral/corporation/corp-gov-guide.pdf.
Emerson Electric. CGG. http://www.emerson.com/en-us/Investors/Pages/corporate-governance.aspx.
Exelon. CGG. http://www.exeloncorp.com/performance/governance/overview.aspx.
Exxon Mobil. CGG. http://corporate.exxonmobil.com/en/investors/corporate-governance/corporate-governance-guidelines/guidelines.
Fedex. CGG. http://investors.fedex.com/governance-and-citizenship/policies/governance-guidelines/default.aspx.
Forbes, 10 abril 2015. http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2015/04/10/ges-50-billion-buyback-continues-corporate-americas-binge-on-its-own-stock/.
Ford. CGG. https://corporate.ford.com/company/governance.html.
Fortune 8 (16 de junio de 2014). http://fortune.com/fortune500/.
Frederick W. Cook & Co. Inc. «Director compensation report» (2014). http://www.fwcook.com/alert_letters/The_2013_Directors_Compensation_Report.pdf.
Freeport-McMoran Copper & Gold. CGG. http://investors.fcx.com/investor-center/corporate-governance/default.aspx.
General Dinamics. CGG. http://investorrelations.gd.com/phoenix.zhtml?c=85778&p=irol-govguidelines.
General electric. CGG. http://www.ge.com/investor-relations/governance/principles.
General Mills. CGG. http://investors.generalmills.com/corporate-governance.
General Motors. CGG. http://www.gm.com/company/investors/corporate-governance.html.
General Motors. CGG. http://www.gm.com/content/dam/gmcom/COMPANY/Investors/Corporate_Governance/PDFs/Corporate_Governance_Guidelines.pdf.
Georgeson Inc., consultoría cuyo objeto social es proporcionar «shareholder consulting services to corporations and shareholder groups». http://www.computershare-na.com/sharedweb/georgeson/acgr/acgr2007.pdf.
Gibson Dunn. (2013).http://www.gibsondunn.com/publications/pages/Shareholder-Proposal-Developments-2013-Proxy-Season.aspx.
Gibson Dunn.(2014). http://www.gibsondunn.com/publications/pages/Shareholder-Proposal-Developments-During-2014-Proxy-Season.aspx.
Goldman Sachs. CGG. http://www.goldmansachs.com/investor-relations/corporate-governance/.
Good Year. CGG. https://corporate.goodyear.com/documents/investors-documents-charters/corpgovguidelines.pdf.
Goodyear Tyre & Rubber Company. CGG. http://investor.goodyear.com/governance.cfm.
Google. CGG. https://investor.google.com/corporate/guidelines.html.
Governance Metrics International. http://www3.gmiratings.com/home/our-products/gmi-compliance/.

Halliburton. CGG. http://www.halliburton.com/en-US/about-us/corporate-governance-guidelines.page?node-id=hgeyxt6e.
Hewllett Packard. CGG. http://h30261.www3.hp.com/governance/corporate-governance-guidelines.aspx.
Hollyfrontier. CGG. http://investor.hollyfrontier.com/corporate-governance.cfm.
Home Depot. CGG. http://ir.homedepot.com/phoenix.zhtml?c=63646&p=irol-govHighlights.
Honey Well. CGG. http://investor.honeywell.com/phoenix.zhtml?c=94774&p=irol-govGuidelines.
Illinois Tools Work. CGG. http://investor.itw.com/phoenix.zhtml?c=71064&p=irol-govguidelines.
Imgram Micro. CGG. http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=98566&p=irol-irCorpGov.
Independent Directors Council e Investment Company Institute. «Overview of fund governance practices. 1994-2012». http://www.idc.org/pdf/pub_13_fund_governance.pdf
Independent Directors Council, «Board oversight of subadvisers», *Task force report january* (2010), ICI, http://www.idc.org/pdf/idc_10_subadvisers.pdf.
Independent Directors Council. «Oversight of fund proxy voting». ICI. http://www.ici.org/pdf/ppr_08_proxy_voting.pdf.
Institutional Shareholders Service, http://www.issgovernance.com/file/files/2013ISSUSSummaryGuidelines1312013.pdf.
Institutional Shareholder Service. «The tragedy of the dual class commons». *Wall Street Journal*, 13 febrero 2012. http://online.wsj.com/public/resources/documents/facebook0214.pdf.
Institutional Shareholders Services. Governance Risk Indicators. http://www.issgovernance.com/files/GRId2.0_TechnicalDocument20120306.pdf.
Intel. CGG. http://www.intc.com/intelProxy2011/governance/corporate/.
International Paper. CGG. http://www.internationalpaper.com/US/EN/Company/Governance/.
Investment Advisers Act. https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf.
Investment Company Act. https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf.
Jabil Circuit. CGG. http://jbl.client.shareholder.com/corporate-governance.cfm.
John Deere. CGG: http://investor.deere.com/our-company/investors-relations/corporate-governance/default.aspx.
JP Morgan Chase. CGG. http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/corporate-governance-principles.htm.
JP. Morgan Chase. Comité de Auditoria. http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/audit-committee-charter.htm.
Kohl. CGG. http://www.kohlscorporation.com/InvestorRelations/corporate-governance.htm.
Kraf Foods. CGG. http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-3QV6OO/0x0x700190/9be816df-eedb-467c-bc83-3785e8f3626c/CorporateGovernanceGuidelines.pdf.
Kroger. CGG. http://www.thekrogerco.com/docs/default-document-library/guidelinesissues.pdf.
Ley de Sociedades británica (1929). Government of the United Kingdom, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/386506/comm1Nov29CoAct1929_P1.pdf.
Lockheed Martin. CGG. http://www.lockheedmartin.com/us/who-we-are/corporate-governance.html.

Lowe´s. CGG. http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=95223&p=irol-govguidelines.
Macy. CGG. https://www.macysinc.com/for-investors/corporate-governance/default.aspx.
Man Power. CGG. http://www.manpowergroup.com/wps/wcm/connect/manpowergroup-en/home/about/corporate-governance.
Marathon Petroleum. CGG. http://www.marathonpetroleum.com/Investor_Center/Corporate_Governance/.
Massachusetts Business Trust. http://www.sec.state.ma.us/cor/coremreg.htm.
Mckesson. CGG. http://www.mckesson.com/investors/corporate-governance/corporate-governance-guidelines/.
Merck. CGG. http://www.merck.com/investors/corporate-governance/home.html.
Met Life. CGG. https://www.metlife.com/about/corporate-profile/corporate-governance/index.html.
Microsoft. CGG. https://www.microsoft.com/investor/CorporateGovernance/PoliciesAndGuidelines/guidelines.aspx.

Millstein Center for Corporate Governance. «Voting integrity. Practices for investors and the global proxy advisory industry» (2009).http://www.mfdf.org/director_resources/resource/millstein_center_voting_integrity_practices_for_investors_and_the_global_pr/.

Model Businees Corporation Act (2006). http://www.unc.edu/~jfcoyle/MBCA/chapter2.htm.

Mondelez. CGG. http://www.mondelezinternational.com/investors/corporate-governance.

Morgan Stanley. CGG. http://www.morganstanley.com/browserNotSupported.html.

Murphy Oil. CGG. http://ir.murphyoilcorp.com/phoenix.zhtml?c=61237&p=irol-govHighlights

NASDAQ Manual, sección 5640: «voting rights of existing Shareholders of publicly traded common stock registered under Section 12 of the Act cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance». http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F1%5F4%5F3&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq%2Dequityrules%2F.

NASDAQ. *Listing standarts*. http://nasdaq.cchwallstreet.com/.http://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.39015065136049#view=1up;seq=52.

National Oilwell. CGG. https://www.nov.com/About_NOV/Sustainability/How_We_Operate/Corporate_Governance.aspx.

News Corp. CGG. http://newscorp.com/corporate-governance/-.

Nike. CGG. http://investors.nike.com/investors/corporate-governance/?toggle=guidelines.

Nucor. CGG. http://www.nucor.com/governance/principles/.

NYSE, *Listed Company Manual*, http://nysemanual.nyse.com/LCMTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F4%5F3&manual=%2Flcm%2Fsections%2Flcm%2Dsections%2F.

NYSE. *Listing Standarts*. http://nysemanual.nyse.com/lcm/.

Occidental Petroleum. CGG. http://www.investor.jnj.com/governance/principles.cfm.

Oracle. CGG.http://www.oracle.com/us/corporate/investor-relations/cg-guidelines-176734.pdf.

P.B.F. Energy. CGG. http://investors.pbfenergy.com/sites/pbfenergy.investorhq.businesswire.com/files/doc_library/file/CORPORATE_GOVERNANCE_GUIDELINES_Rev__2015.pdf.

Pepsico. CGG. http://origin-www.pepsico.com/company/Corporate-Governance.

Percy contra Millaudon. University of New Orleans. http://libweb.uno.edu/jspui/handle/123456789/15028.

Pfizer. CGG. http://www.pfizer.com/about/corporate_governance/corporate_governance.

Philips Morris. CGG. http://www.pmi.com/eng/documents/Corporate_Governance_Guidelines.pdf.

Pontificio Consejo justicia y paz. *Compendio de la doctrina social de la Iglesia*. Madrid: Biblioteca de autores cristianos, 2004.

Progressive Corp. CGG. http://investors.progressive.com/phoenix.zhtml?c=81824&p=irol-govHighlights.

Proxy Working Group (PWG). NYSE. http://www1.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf.

Prudential Financial. CGG. http://www.prudential.com/documents/public/Corporate_Governance_Principles.pdf.

Public Oversight Board (POB). «The road to reform. A white paper from the Public Oversight Board on legislation to create a new private sector regulatory structure for the accounting profession» (2002). http://www.publicoversightboard.org/White_Pa.pdf.

Qualmcomm. CGG. http://investor.qualcomm.com/documentdisplay.cfm?documentid=5526.

Raytheon. CGG. http://investor.raytheon.com/phoenix.zhtml?c=84193&p=irol-govhighlights.

Rock Center for Corporate Governance. «Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations» (2010). http://rockcenter.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2010/10/Final-decoupling-report-for-SEC.pdf.

Safeway. CGG. http://investor.safeway.com/phoenix.zhtml?c=64607&p=irol-corpgov.

Sears. CGG. http://www.searsholdings.com/govern/guidelines.htm.

SEC, Delivery of proxy statements and information statements to householders. http://www.sec.gov/rules/final/33-7912.htm.

SEC. «Disclosure of hedging by employees, officers and directors» (febrero 2015). https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/33-9723.pdf.

SEC. «Proxy voting by investment advisers», SEC final Rule, (enero 2003). https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm.

SEC. «Rating Agencies Reform Rules» (agosto 2014). Release No. 34-72936. http://www.sec.gov/rules/final/2014/34-72936.pdf.

SEC. «*The OBO/NOBO distinction in beneficial ownership: implications for shareowners communications and voting*», SEC, http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-22.pdf.

SEC. «The Role of independent investment company directors» (23 febrero 1999). https://www.sec.gov/divisions/investment/roundtable/iicdrndt1.htm.

SEC. «Use of derivatives by investment companies under the investment company act of 1940». http://www.sec.gov/rules/concept/2011/ic-29776.pdf.

SEC. *compensation discussion & analysis* https://www.sec.gov/answers/execomp.htm.

SEC. Concept Release on the U.S. Proxy System. http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf.

SEC. Facilitating Shareholder Director Nominations, Exchange Act. Rel. No.62764http://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf..

SEC. *No- action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/andrewbehar022714-14a8.pdf.

SEC. No-action letter. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/perterlindner020614-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/amalgamatedbank030714-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/bartlettnaylorboa030614-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/unitedbrotherhood021014-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/jamesjensen123014-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/boardoftrustees021914-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/haroldplog030614-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/massachusettslaborers013014-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/eltonshepherd010814-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/johncheveddenneustar031914-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/christopherreynolds031714-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/andrewbehar022714-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/uawretireemcdonalds012814-14a8.pdf;

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/qubeinvestmentexxon022414-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/christopherreynolds031714-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*.http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/qubeinvestment010214-14a8.pdf.

SEC. No-action letter.http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/myrayoungellie031914-14a8.pdf.

SEC. *No-action letters.* http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2009/eastbournecapital033009-sec14.htm.

SEC. *No-action. letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2014/amyridenour102314-14a8.pdf.

SEC. *No-action letter*. http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2009/icahnassociates033009-12h3.htm.

SEC. Release NO. 33-9723; 34-74232; IC-31450; File No. S7-01-15, Disclosure of hedging by employees, officers and directors. http://www.sec.gov/rules/proposed/2015/33-9723.pdf.

SEC. Release No. IC-29776; File No. S7-33-11.«Use of derivatives by investment companies under the Investment Company Act of 1940». http://www.sec.gov/rules/concept/2011/ic-29776.pdf.

SEC. Securities Exchange Act 1934. http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf.

SEC. *Securities Lending*. http://www.sec.gov/divisions/investment/securities-lending-open-closed-end-investment-companies.htm.

SEC. Secuties Act 1933.http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf.

Securities Exchange Act (1934) Rule 14e-4. http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14e-4.

Sentencia Citizens United contra Federal Election Commission. http://www.law.cornell.edu/supct/html/08-205.ZS.html.

Spervalue. CGG. http://www.supervaluinvestors.com/phoenix.zhtml?c=93272&p=irol-govHighlights.

Sprint Corp. CGG. http://www.snl.com/interactive/lookandfeel/4057219/Corporate-Governance-Guidelines.pdf.

Sprint Corporation. CGG. http://investors.sprint.com/interactive/lookandfeel/4057219/Corporate-Governance-Guidelines.pdf.

Sysco. Proxy statement (2014). http://investors.sysco.com/files/doc_financials/annual/SYY2014_PXY-pdf.pdf.

Target. CGG. http://investors.target.com/phoenix.zhtml?c=65828&p=irol-govguidelines.

Tech data. CGG. http://tecd.client.shareholder.com/documentdisplay.cfm?DocumentID=8063.

Tech Data. CGG. http://tecd.client.shareholder.com/documentdisplay.cfm?DocumentID=8063.

Tesoro Logistics. CGG. http://www.tesorologistics.com/phoenix.zhtml?c=242247&p=irol-govHighlights.

The Uk Stewardship Code. https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6.

Time Warner Cable. CGG. http://ir.timewarnercable.com/investor-relations/corporate-governance/board-of-directors/.

TJX. CGG. http://www.tjx.com/corporate/corporate_governance_documents.html.

TJX. CGG. https://www.tjx.com/corporate_governance_documents.asp.

Trustees of Dartmouth College vs. Woodward, 17 U.S. (4 Wheat.) 518, 636-37 (1819). Véase Cornell University http://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/17/518.

Tyson Foods. CGG. http://ir.tyson.com/investor-relations/corporate-governance/.

U.S. Departamente of The Treasury. «Advisory Committee on the Audit Profession. Final Report» (2008). http://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/Documents/final-report.pdf.

Union Pacific. CGG. http://www.up.com/investor/governance/.

United Health Group. CGG.http://www.unitedhealthgroup.com/About/CorporateGovernance.aspx.

United States Courts of Appeals. District of Columbia Circuit. http://www.cadc.uscourts.gov/internet/opinions.nsf/89BE4D084BA5EBDA852578D5004FBBBE/$file/10-1305-1320103.pdf.

United States Government Accountability Office. Report to Congressional Addresses. Audit of Public Companies. «Continued concentration in audit market for large public companies does not call for inmediate action». http://www.gao.gov/new.items/d08163.pdf.

Uniterd Continental Holding. CGG. http://ir.united.com/phoenix.zhtml?c=83680&p=irol-govguidelines.

UPS. CGG. http://www.investors.ups.com/phoenix.zhtml?c=62900&p=irol-govguidelines.

US BanCorp. . CGG. https://www.usbank.com/about/investor/pdf/Corp_Gov_Guidelines.pdf.

Us Steel. CGG. https://www.ussteel.com/uss/portal/home/aboutus/corporategovernance/governance.

Valero. CGG. http://www.valero.com/investorrelations/pages/corporategovernance.aspx.

Verizon. CGG. http://www.verizon.com/about/investors/

Walgreen. CGG. http://files.shareholder.com/downloads/WAG/0x0x145606/27D0EB95-0542-44B9-84C0A5FAA78D49AF/Guidelines.pdf.

Wall Mart Stores. Proxy Statement (2014). http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/104169/000130817914000196/lwmt2014_def14a.htm, 33.

Wallmart. CGG.http://stock.walmart.com/corporate-governance/governance-documents/.

Walt Disney. CGG. http://thewaltdisneycompany.com/content/corporate-governance-guidelines.

Watchell, Lipton, Rosen & Katz. «Corporate governance update: shareholder activism in the M&A context». *New York Law Journal* (marzo 2014). http://www.shareholderforum.com/appraisal/Library/20140327_NYLawJrnl.htm.

Wells Fargo. CGG. https://www08.wellsfargomedia.com/pdf/about/corporate/governance_guidelines.pdf.

Whirlpool. CGG: http://www.whirlpoolcorp.com/corporate-governance-guidelines-and-policies/.

Wold Fuel Services. CGG. http://ir.wfscorp.com/phoenix.zhtml?c=101792&p=irol-govhighlights.

Xerox. CGG. http://www.xerox.com/about-xerox/citizenship/corporate-governance/enus.html.

ÍNDICE

Lista de abreviaturas V

Introducción VII

1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS Y LEGISLATIVOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA DE 1840 A 2014 1

1. De 1840 a 1890. El nacimiento de la gran sociedad por acciones 1

1.1 El *Laissez-faire* y la competencia incontrolada 1

1.2 Concentración y la Sherman Act 3

1.3 La «revolución de New Jersey» 5

2. De 1900 a 1930. Los accionistas como inversores, no como participantes en el gobierno de la sociedad 8

2.1 Accionistas de la «nueva América» 8

2.2 Las primeras exigencias de información de las sociedades 9

2.3 Iniciales intentos por promulgar una ley federal de sociedades 10

2.4 El incremento del número de accionistas 13

2.5 La legisalción bancaria y los primeros proyectos de las leyes de valores 15

2.6 El origen intelectual del gobierno corporativo 17

2.6.1 Louis D. Brandeis

2.6.2 W. Lippman

2.6.3 Thorstein Veblen

2.6.4 William Zebina Ripley.

2.6.5 Adolf Berle y Gardiner Means.

3. De 1930 a 1970. Nuevas leyes, la *Securities Exchange Commission* (SEC). El *Managerism* 33

3.1 Las leyes 34

3.2 Douglas y los nuevos intentos de un *corporate law* federal 36

3.3 Los 40 y los 50. Dos décadas perdidas 38

3.4 Los 60, el relanzamiento de la SEC y la *back-office crisis* 39

4. El recorte de derechos a los accionistas y el advenimiento del *manager centric model* 42

4.1 La idea original de las *shareholders proposals* 43

4.2 Las modificaciones de finales de los 40 45

4.3 La *ordinary business proposal* 46

4.4 Las limitaciones a la repetición de las propuestas 46

5. De 1970 a 1990. El fin del management centric model y el reganismo desrregulatorio 47

5.1 Los 70. El despertar de los accionistas 47

5.2 Los grandes escándalos 48

5.3 Los *settlements* 49

5.4 La actuación de la SEC y los primeros códigos de organizaciones profesionales y empresariales 51

5.5 El origen del consejo como órgano monitorizador 54

5.6 *May day* 55

6. Los 80 y el mercado de adquisiciones societarias 56

7. La década de los 90 y la consolidación de la *shareholder primacy* 60

7.1 Década demócrata y sin embargo, inercia desreguladora 60

7.2 Internacionalización del gobierno corporativo 62

8. De 2000 a 2014. Los inversores institucionales y las respuestas legales a las distintas crisis 64

8.1 La definitiva consolidación de los II.II como árbitros del *corporate governance* 64

8.2 Enron y Sox 64

8.3. La crisis y la Dodd-Frank 67

8.4. La consolidación de la SHWM 68

II. FINALIDAD DE LA SOCIEDAD Y FUNCION DEL *CORPORATE LAW* EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA 71

1. Sobre la divergencia entre el pensamiento legal norteamericano y el europeo 71

2. La naturaleza jurídica y finalidad de la *Corporation* 77

2.1 Teorías sobre la naturaleza jurídica de la sociedad 77

2.1.1 La sociedad como *artificial entity*

2.1.2 La sociedad como *natural* o *real entity*

2.1.3 La teoría de la naturaleza económica de la sociedad*: The new economic theory of the corporation*

2.2 La finalidad de la sociedad 90

2.2.1 La *ShareholderWealth Maximization*. El accionista como centro del universo societario

2.2.2 El *Stakeholder model*

2.2.3 El *Enlightened model*

3. Estado práctico de la cuestión en los Estados Unidos 102

3.1 «*Race to the bottom*» 103

3.2 Legislación de los Estados federados 106

3.3 *Corporate governance guidelines* de las sociedades cotizadas 109
4. El derecho de sociedades como instrumento del gobierno corporativo 109
4.1 El *corporate law* de los Estados 110
4.1.1 En relación con el consejo
4.1.2 El *shareholder voting* en las juntas de accionistas.
4.2 Medios 141
4.3 Ambivalencia del *corporate law* 142

III. EL SISTEMA DE VOTO EN LOS EE.UU. SU PARTICULAR CONTRIBUCIÓN AL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES 147
1.- Instituciones y mecanismos de gobierno corporativo 147
1.1 Los auditores 148
1.1.1 El origen
1.1.2 Situación actual
1.2 *Rating agencies* 154
1.3 Mercado de control societario 159
1.3.1 Las *poison pills*
1.3.2 Límites a la utilización de estas cláusulas por parte del consejo
1.3.3 *Dual Class Shares*
1.4 *Initial public offering* 170
2. El voto por delegación (*proxy voting*) 171
2.1 Funcionamiento del sistema 172
2.1.1 Titulares registrales
2.1.2 Titulares reales
2.2 El *over voting* y el *under voting* 180
2.3 Las funciones de los terceros en el proceso de delegación de voto 184
2.3.1 *Transfer agents*
2.3.2 *Proxy services providers*
2.3.3 Proxy solicitors
2.3.4 *Vote tabulators*
2.4.5 *Proxy advisers*
2.4 *Proxy distribution fees.* 187
2.5 El voto de los brokers 189
3. El por qué de este sistema 192
3.1 Origen 192
3.2 La decuación (parcial) del resto del ordenamiento 197
3.3 Patologías 198

4. Aplicación práctica del sistema de voto 199
4.1 *Proxy solicitation* 199
4.1.1 Aspectos formales
4.1.2 El *proxy contest*
4.1.3 El derecho a la intimidad en el *proxy voting*
4.1.4 El intento de las *proxy access rule*
4.2 Las *shareholders proposals* 210
4.2.1 *Procedural rules*
4.2.2 *Substantive rules*
5. El problema de los derivados financieros . 218
5.1 El *decoupling* 222
5.2 Soluciones propuestas 230

IV. LAS *CORPORATE GOVERNANCE GUIDELINES* DE LAS GRANDES SOCIEDADES COTIZADAS 237
1. *Best practices* 237
2. *Corporate governance guidelines* 238
2.1 Los consejeros independientes 240
2.2 *The role and responsibility of the board* 245
2.3 El consejero coordinador 247
2.4 *Executive sessions* 249
2.5 Comités del consejo 251
2.5.1 Comité de nombramientos y gobierno corporativo
2.5.2 Comité de retribuciones
2.5.3 Comité de auditoría
2.5.4 Otros comités
2.6 La duración del cargo de consejero 258
2.7 *Directors qualifications standars* 261
2.8 *Board size* 262
2.9 *Board diversity* 264
2.10 Retribución del consejo 265
2.11 *Ownership guidelines* 270
2.12 Evaluación del consejo 273
2.13 Limitación del número de consejos a los que puede pertenecer un consejero. 275
2.14 *Orientation and education* 278
2.15 Comunicación con terceros 280

2.16 *Frecuency and attendance of mettings* 281
2.17 *Charitable giving and political contributions* 283
2.18 Agenda 283
2.19 *Access to management and independent advisors* 285
2.20 *Management succession* 286
2.21 Propuesta de candidatos al consejo 288

3. *Proxy advisory firms* 288

4. ¿Existe relación entre el gobierno corporativo de una empresa cotizada y su valor en bolsa? 293

V. LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y LOS CONFLICTOS DE AGENCIA DEL CAPITALISMO. 297

1. Los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 297
1.1 Consideraciones previas 297
1.1.1. Generalidad del término
1.2.1. Breve mención a su estructura societaria
1.2 Marco jurídico 305
1.2.1 La Investement Company Act
1.2.2 La Investment Advisory Act
1.2.3 La Securities Act
1.2.4 La Securities and Exchange Act
1.2.5 La Employee Retirement Income Securities Act
1.3 Clases 307
1.3.1 Los mutual funds o investment companies.
1.3.2 *Labour unions and public and private pension funds*
1.3.3 *Hedge funds*
1.4 Estructura. En particular el consejo de administración 317
1.4.1. Sobre su independencia
1.4.2. Sobre su configuración
1.5 Principios relativos a la actividad 321
1.5.1 Transparencia
1.5.2 Valoracion y liquidez diaria
1.5.3 *Oversight and accountability*
1.5.4 Limites de endeudamiento
1.5.5 Custodia

1.5.6 Prohibición de operaciones vinculadas
1.5.7 Diversificación
1.6 Otros sujetos partícipes 326
1.6.1 *Sponsor*
1.6.2 *Investment adviser*
1.6.3 *Subadviser*
1.6.4 *Administrador*
1.6.5 *Underwriter or distributor*
1.6.6 *Custodian*
1.6.7 *Transfer agent*
1.6.8 Auditor
1.6.9 *Legal counsel*
1.6.10 *Chief compliance officer*

2. Los fondos y el «*double agency capitalism*» 332
2.1 *Ad intra*. Control del *proxy voting* que debe realizar el *mutual fund* 333
2.1.1 Con el *adviser*
2.1.2 Con el *subadviser*
2.2 *Ad extra*. El control de la sociedad en la que el fondo invierte 340
3. Consecuencias de la actual configuración y actuación de los inversores institucionales 345
3.1 *Short termism* 345
3.2 La doble relación de agencia 353
3.2.1 Soluciones planteadas
3.2.2 La diferente (e injustificada) precepción de una y otra relación de agencia