

The background features a series of parallel diagonal lines in shades of light gray, creating a sense of depth and movement. On the right side, there is a pattern of small, semi-transparent gray dots that form a curved, tunnel-like shape, suggesting a path or a focus of attention.

Artículos doctrinales



QUO VADIS, CORP. GOV

JORGE MIQUEL RODRÍGUEZ

Profesor Titular de Derecho Mercantil. Universidad Autónoma de Barcelona

Revista de Derecho del Sistema Financiero 2

DOI: <https://doi.org/10.32029/2695-9569.02.02.2021>

Julio 2021

Págs. 95–128

RESUMEN: Próximos a cumplir los 30 años desde la publicación del Informe Cadbury (1992) y cerca también del cuarto de siglo desde nuestro Informe Olivencia (1998) se advierte –ya desde hace algún tiempo– una significativa ampliación del ámbito de aplicación de los principios reglas en torno a los que se ha construido el corporate governance. Se repasan los cambios más relevantes que en todos estos años han incidido directamente en nuestro derecho de sociedades de capital al tiempo que se exponen las nuevas tendencias que están ya marcando y de manera muy clara van a marcar los próximos años desde el punto de vista normativo y el funcionamiento de los mercados. Esta línea tan marcada presenta algunos aspectos discutibles porque a pesar de que los objetivos estén bien identificados no está tan claro que el camino que se sigue sea siempre el mejor. Se trata de una discusión que tiene relevancia en todo el mundo pero que es especialmente oportuno plantear entre nosotros justo cuando se acaba de promulgar la Ley 5/2021 incorporando la Directiva 2017/828.

PALABRAS CLAVE: Buen gobierno – ESG – Ley 5/2021 – Tendencias de futuro inmediato.

ABSTRACT: Nearing 30 years since the Cadbury Report (1992) and also close to a quarter of a century since our Olivencia Report (1998), we face a significant expansion of the scope of application of the principles and rules around which corporate governance has been built. We review briefly the most relevant changes that during all this time have had a direct impact on our capital company. We also expose the new trends that are already setting and will clearly mark the coming years from the regulatory point of view and the functioning of markets. The objectives are well identified but it is not so clear that the path followed is always the better way. It is especially appropriate to discuss all those trends in the current Spanish context because of the recent enacting of Law 5/2021 implementing Directive 2017/828.

KEYWORDS: Corporate Governance – ESG – Law 5/2021 – Future Trends.

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. II. EVOLUCIÓN Y MARCO LEGAL. III. EL PRINCIPIO CUMPLIR O EXPLICAR. IV. APUNTES SOBRE (CASI) 25 AÑOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA. REGLAS BÁSICAS EN RELACIÓN CON LA JUNTA GENERAL Y EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN. DEL INFORME OLIVENCIA AL CUBG DE 2015 Y SU REVISIÓN EN 2020. V. TENDENCIAS ACTUALES EN EL ÁMBITO DEL CORPORATE GOVERNANCE. SU PLASMACIÓN EN LA LEY 5/2021. 1. *Las cuestiones más relevantes*. 2. *Los (heterogéneos) referentes de la Ley 5/2021*. 3. *Los ejemplos más recientes en Derecho español*. 3.1. El Código unificado de Buen Gobierno 2020. 3.2. La Ley 11/2018 y la Ley 5/2021. VI. CONSIDERACIONES SOBRE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y SU PAPEL EN EL MERCADO. VIII. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo pretendemos exponer las principales tendencias, de presente y futuro inmediato que se presentan en el marco del *corporate governance*. A tal efecto, creo oportuno realizar un planteamiento en dos partes. Una primera en la que se hace un repaso a la evolución en las últimas décadas, con algunos rasgos constantes y revisando también algunas cuestiones sabidas, pero tratando de que con ellas se pueda analizar mejor el momento actual y nos permita poder apuntar algunos de los aspectos que puedan ser objeto de mejora. En la segunda parte nos centraremos precisamente en esas cuestiones que marcan la tendencia ahora mismo y previsiblemente lo harán durante toda esta próxima década. La finalidad de este planteamiento es constatar de una parte las evidentes mejoras que se han producido a lo largo de todos estos años. Al mismo tiempo, se pretende poner de relieve que la orientación más reciente, al tiempo que excede lo que ha sido objeto principal de atención hasta ahora –un mejor funcionamiento de las juntas generales y órganos de administración– a pesar de estar claramente dirigida a conseguir unos objetivos que parecen necesarios, está introduciendo unas nuevas variables que pueden ser cuestionadas en la manera en que se llevan a cabo.

Al definir el concepto *corporate governance* es común partir de la definición bastante general pero omnicomprendiva a la vez que sencilla del llamado Informe Cadbury: «*corporate governance is the system by which companies are directed & controlled*¹». La expresión *corporate governance*, o su equivalente buen gobierno corporativo (o buen gobierno societario) designa por tanto un conjunto de reglas tendentes a mejorar el funcionamiento de las compañías mercantiles, principalmente pero no solo, a través de un diseño global de mejora de la organización de los dos órganos sociales, la junta general, y el órgano de administración, centrándose de manera principal en el Consejo.

Puede afirmarse sin exagerar que el *corporate governance* es la pieza fundamental del Derecho de sociedades del siglo XXI. Además, esa

1. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, 1992.

aseveración puede reivindicarse con carácter universal. Se trata de un movimiento nacido en los EEUU principalmente, pero inmediatamente desarrollado en Europa, tanto en el Reino Unido como en la Europa continental, que además se asentó con rapidez como pieza fundamental en otras zonas, regiones o continentes, alcanzando –dicho sea sin hipérbole– al mundo entero².

Me parece adecuado remarcar desde el primer momento una serie de ideas que pueden individualizarse, aunque al mismo tiempo estén relacionadas. En un avance a modo de descripción muy somera de la evolución del régimen jurídico del *corporate governance*, se percibe en primer lugar un crecimiento notable en el objeto de la regulación, de unos principios más concretos y centrados en cuestiones específicas relativas al funcionamiento de los órganos sociales, junta general y consejo de administración (prescindiendo en un primer momento de normas específicas pensadas para otras formas de administrar la compañía) se pasa a abarcar un sector mucho más amplio que tiene manifestaciones muy evidentes en los últimos tiempos, en los que la expresión adicional viene ya precedida de la referencia a la sostenibilidad, de manera que actualmente se habla a menudo del *sustainable corporate governance* o también se utilizan de manera generalizada las siglas ESG (*Environmental, Social, Governance*) para englobar una categoría más amplia³. Se trata de una cuestión esencial, que probablemente sea la que marque una mayor tendencia de cara a los años venideros. Esa ampliación general del *corporate governance* llega ahora a extenderse como justificación de otra clase de políticas y fines y causa cierta inquietud por las interferencias que se producen en el sistema, como veremos en la parte final del trabajo.

En segundo lugar, también es un rasgo muy destacable la significativa extensión de unos principios inicialmente concebidos para las sociedades

2. A modo de ejemplo, en mayo de 2019 alrededor de 140 países tenían Código de Buen Gobierno: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/topics/codes+and+scorecards (consultado por última vez el 21-6-2021).

Un listado actualizado y muy completo de los diferentes Códigos de Buen Gobierno a nivel mundial puede verse en la web del *European Corporate Governance Institute* (ECGI): <https://ecgi.global/content/codes> (consultado por última vez el 21-6-2021).

3. Entre otros, se han ocupado últimamente de esta evolución ESTEBAN VELASCO, G., «Buen gobierno, fin/interés social y responsabilidad social corporativa. Hacia un modelo de gobierno corporativo socialmente responsable», en AA. VV., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, vol. 1, 2019, pp. 969 y ss., EMBID IRUJO, J.M., «Aproximación al significado jurídico de la responsabilidad social corporativa», *RDM*, 316, 2020, pp. 1 y ss., SEQUEIRA MARTÍN, A. «El desarrollo de la responsabilidad social corporativa versus sostenibilidad, y su relación con el gobierno corporativo en las directivas comunitarias y en el derecho español de sociedades cotizadas», *RdS*, n. 61, 2021 (se ha manejado la versión de Thomson Preview en la que no hay referencias a las páginas).

cotizadas a todo tipo de sociedades de capital⁴. En particular las empresas familiares que, siendo sociedades cerradas pueden tener una dimensión muy importante, son destinatarias de numerosas recomendaciones específicamente pensadas para ellas, que cristalizan en códigos de buen gobierno específicos. Asimismo, como aspectos ligados a este podemos destacar la batería de recomendaciones que bajo el nombre de *Stewardship Codes*, se dirigen fundamentalmente a los inversores institucionales, que constituyen unos actores esenciales en los actuales mercados de valores. La extensión ha llegado incluso fuera del ámbito estricto de las sociedades mercantiles, alcanzando a otras personas jurídicas (fundaciones o cooperativas, por ejemplo).

Un tercer rasgo distintivo, que tiene que ver con el anterior y es de alguna manera consecuencia de él, es la constatación de una cierta tendencia a convertir en reglas imperativas de la Ley lo que previamente eran meros principios de voluntario cumplimiento. A diferencia de las sociedades cotizadas, donde –si se cree en ello– puede defenderse que el mercado premiará a quien mejor siga las recomendaciones y por tanto no es necesario hacerlas obligatorias, en las sociedades cerradas no parece que pueda funcionar ese planteamiento, al menos no desde ese punto de vista ni con esos argumentos, que deberían ser repensados. Esa característica de llevar esas recomendaciones a las leyes y hacerlo con carácter imperativo se manifiesta de manera más acusada en algunos ordenamientos, como el caso español. Existe una cierta tensión entre el principio cumplir o explicar, su propia efectividad y la manera de controlar su verdadero seguimiento y la posición del legislador de convertir ese tipo de principios y recomendaciones en normas imperativas. De cualquier modo, aunque en nuestro ordenamiento se advirtió una temprana vocación por esa conversión, se observa que en otros han seguido el mismo camino.

También podemos destacar, en el marco de esta primera aproximación, que existe una clara tendencia hacia una mayor exigencia de información, amparada en la necesidad de transparencia, pero también fruto de esa ampliación funcional a la que me refería antes. La información no financiera adopta aquí un papel importante. Me parece importante advertir contra el riesgo de exigir un exceso de información que no sea realmente relevante a efectos de buen gobierno. Tener muchos datos no significa necesariamente tener la mejor información o la de mayor utilidad. En ese sentido, parece necesario conocer realmente los resultados empíricos que nos confirmen

4. En el propio Informe Cadbury ya se advertía esta idea: «The Code of Best Practice is directed to the boards of directors of all listed companies registered in the UK, but we would encourage as many other companies as possible to aim at meeting its requirements». Se trata de un fenómeno al que se le ha prestado atención entre nosotros. *Cfr.*, entre otras, por ejemplo, las obras colectivas HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas*, Marcial Pons, 2014 y GARCÍA CRUCES J.A. (dir.), MORALEJO MENÉNDEZ. I., (coord.), *La gobernanza de las sociedades no cotizadas*, Tirant lo Blanch, 2020.

los efectos beneficiosos de unas exigencias determinadas en la mejora del funcionamiento de las compañías desde todas las perspectivas que deben ser analizadas, pues parece claro que en mayor o menor medida se deberán tener en cuenta factores diversos y no solamente el cumplimiento de determinados requisitos o exigencias que no deben constituir un fin en sí mismas sino responder a una utilidad identificada⁵.

II. EVOLUCIÓN Y MARCO LEGAL

Aunque podemos encontrar antecedentes que pueden situarse principalmente en los años setenta del siglo pasado en los Estados Unidos, puede afirmarse que el punto de partida de la etapa actual en lo que a *corporate governance* se refiere es el mencionado *Cadbury Report* de 1992, pues su estructura y contenido han marcado el formato de los diversos Códigos al menos en el marco de la Unión Europea⁶. Evidentemente, una serie de casos muy notorios a finales del siglo XX y la crisis financiera de buena parte de la economía mundial en varias fases desde 2008 a la que últimamente se ha añadido la pandemia, han contribuido de una parte a insistir en la materia y de otra a dejar en determinados momentos determinados impulsos para centrar los esfuerzos en otros sectores conexos.

En los casi 30 años transcurridos desde su aparición ha habido una característica constante, ir revisando las distintas versiones de los textos de referencia lo que resulta en un modelo muy dinámico. La experiencia comparada nos muestra esa tónica dominante de revisión periódica

5. Sobre las opciones para mejorar el funcionamiento del *comply or explain*, MANGANO, R., «Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks», ECFLR, Vol. 14, Issue 3, 2017, pp. 435 y ss.
6. Entre la numerosa bibliografía de interés, *vid.* Especialmente GONDRA ROMERO, J.M. «100 años de debate sobre el “gobierno corporativo”: La importancia del contexto», RdS, 2018, n. 52, que empieza subrayando la importancia de la reflexión de Walter Rathenau, *Vom Aktienwesen*, en 1917 y posteriormente en los EEUU el debate entre Berle y Dodd y la obra de referencia de Berle y Means *The modern corporation and the private property*. A partir de ahí nos explica lo que ha sido el Derecho de sociedades de todo el siglo XX y las diversas posiciones que han ido predominando en los distintos momentos.

También son muy interesantes las consideraciones de CHEFFINS, B.R., «The History of Corporate Governance» en *Oxford Handbook of Corporate Governance*, M. Wright, D. Siegel, K. Keasey I. Filatotchev, eds., Oxford University Press, 2013, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 54/2011, ECGI – Law Working Paper No. 184/2012 y del mismo autor «The Rise of Corporate Governance in the U.K.: When and Why», University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 18/2015, ECGI – Law Working Paper No. 293/2015 (consultados por última vez el 21-6-2021).

Merece igualmente destacarse la perspectiva general global a cargo de HOPT, K.: «Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation», *American Journal of Comparative Law*, Vol. 59, p. 1, January 2011, ECGI Law Working Paper No. 170/2011, consultado en SSRN <https://ssrn.com/abstract=1713750> (consultado por última vez el 21-6-2021).

de los distintos Códigos, circunstancia que también sucede en el caso español⁷. Dejemos ya apuntado aquí que además de las propias mejoras y la evolución de todo el engranaje, en las versiones posteriores se van eliminando las recomendaciones o definiciones vinculantes que se van incorporando a las diversas normas, no solamente con rango legal, sino también aquellas de inferior jerarquía. Podemos citar como referente el caso paradigmático del Reino Unido⁸, donde se establece una revisión periódica, desde el *Cadbury Report* hasta la versión actual del *UK Corporate Governance Code* de 2018.

Aunque no es más que una mera conjetura, parece razonable pensar que el papel propulsor del Reino Unido en el desarrollo futuro del *corporate governance* se mantendrá a pesar del Brexit. La pertenencia del Reino Unido a la Unión Europea suponía también una importante influencia en algunos ámbitos, siendo el que nos ocupa uno de ellos. Ese papel preponderante se advertía con claridad en el impulso hacia unas opciones determinadas, que pasadas por el tamiz estrictamente europeo volvían al Reino Unido en forma de Directiva u otro instrumento jurídico. En cambio, ahora no se producirá ese efecto de ida y vuelta, sino que se intensificará la unidireccionalidad. Eso probablemente generará que a partir de unos principios más o menos comunes podamos observar con claridad maneras distintas de implementación, lo que podría incluso llegar a generar sino una competencia entre ordenamientos, sí una posibilidad de comparar opciones de concretar esos objetivos⁹.

Precisamente, además del desarrollo que ha tenido en los diversos Estados Miembros, bastante parejo y similar en todos ellos, también debe destacarse la importancia que ha venido teniendo en la política de la Unión Europea, que se ha convertido en un elemento impulsor relevante¹⁰.

7. Informe Olivencia (1997), Informe Aldama (2003), CUBG 2006, con una versión posterior revisada en el año 2013, la versión actualizada del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (CUBG 2015) aprobada por el Consejo de la CNMV en 2015 y el actual Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2020.

8. *Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance)* 1992, *The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice* 2000, *The Combined Code on Corporate Governance* 2008, *The UK Corporate Governance Code* 2010, *The UK Corporate Governance Code* 2012, *The UK Corporate Governance Code* 2014.

9. En ese sentido, MIQUEL RODRÍGUEZ, J., «Brexit y Derecho de sociedades», en GÓRRIZ LÓPEZ, C. (Coord.), *Brexit y libertad de establecimiento. Aspectos fiscales, mercantiles y de extranjería*, Atelier, 2021, pp. 207 y ss.

10. Así se aprecia durante todo este siglo en momentos diversos, desde el Plan de acción: *Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas*, 2003 o en un momento posterior el *Documento Europa 2020* (2010) <https://www.corporategovernancecommittee.be/en/regulation/european-initiatives>, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework_en.htm hasta las diversas iniciativas aparecidas en la primavera de 2021 a las que nos referiremos con más detalle *infra* V I) (consultado por última vez el 21-6-2021).

Evidentemente, los principios y reglas del Buen Gobierno también han tenido un papel fundamental en el derecho de los EEUU¹¹, con especial atención en este caso también a las novedades fundamentales y el cambio incluso de concepción que en algunos aspectos supuso la aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act* en 2002, de importancia fundamental en los mercados de capitales de todo el mundo. Sin embargo, a la hora de materializarse en reglas y principios concretos me da la impresión de que su influencia es menos directa entre nosotros que la que tiene el Reino Unido. Pese a todo, también es perceptible de manera clara y más evidente en lo que se refiere a las tendencias derivadas del propio funcionamiento del mercado y el papel central que adquieren los inversores institucionales, así como al protagonismo tan relevante que tiene la materia en los debates de los centros académicos punteros a nivel mundial, que constituyen sin duda referentes ineludibles a la hora de conocer hacia donde se mueve el debate en cada momento¹².

III. EL PRINCIPIO CUMPLIR O EXPLICAR

En la génesis y evolución del sistema normativo del *corporate governance*, el principio cumplir o explicar, ha tenido y sigue teniendo un papel fundamental. Desde el Informe Cadbury, el *comply or explain* o, dicho de otro modo, optar entre cumplir con las recomendaciones o en caso de no hacerlo, explicar las razones, es, sin exagerar, la clave de bóveda del *corporate governance*. En relación con él podemos subrayar una serie de cuestiones de interés¹³.

En primer lugar, el papel relevante que se apreciaba ya en el Informe Cadbury y que quedó desde el primer momento implantado en otros principios o recomendaciones. Ciertamente, el principio fue aceptado desde un momento temprano como pieza esencial del sistema, aunque sea solamente por la evidencia de que puede haber terceros que lo vayan a tener en cuenta. No debe perderse de vista que el aspecto socio cultural es muy relevante de cara a valorar la convicción con la que es acogida en algunos países y un cierto escepticismo que debe (o debía) vencerse en otros.

Me parece interesante destacar igualmente que el papel del principio cumplir o explicar no se agota en el plano de los principios de asunción

11. *Statement on Corporate Governance*, 1997, *Global Corporate Governance Principles* 1999, *Principles of Corporate Governance* 2002, 2012, 2016.

12. Baste citar los fundamentales blogs de Harvard y Columbia: <https://corpgov.law.harvard.edu/> y <https://clsbluesky.law.columbia.edu/> (visitados por última vez el 21-6-2021).

13. Me parece muy interesante contrastar las diversas opiniones que aparecen en el documento publicado en 2012 por el Financial Reporting Council, titulado *Comply or Explain*, 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code: https://www.frc.org.uk/getattachment/06870154-78a0-44f5-a1c5-48b42f860049/FRC-Essays_Comply-or-Explain.pdf (consultado por última vez el 21-6-2021).

voluntaria. Como los propios Códigos recuerdan y ya hemos apuntado, las meras recomendaciones que pasan a las normas imperativas dejan de estar presentes en las versiones siguientes. Pero eso no significa que el principio cumplir o explicar deje de cumplir su función. Por el contrario, se ha convertido en una pieza esencial de todo el sistema de *corporate governance*, pues es común a todos los ordenamientos la exigencia de información, referida a aspectos muy diversos y de la que se requiere además una periodicidad y un sometimiento a una serie de pautas, evitando retórica innecesaria.

La necesidad de insistir en la manera de satisfacer los requisitos del principio ha generado que en los últimos años se haya incrementado de manera notable la búsqueda de fórmulas que busquen mejorar la calidad de la información, existiendo en ese sentido una serie de iniciativas en el seno de la Unión Europea que muestran que estamos ante una preocupación global. Así, podemos destacar en diversos planos, la declaración del Parlamento Europeo de abril de 2012¹⁴, la Directiva 2013/34/UE¹⁵, modificada por la Directiva 2014/95¹⁶ –ya incorporada a nuestro ordenamiento en virtud de la Ley 11/2018¹⁷– así como la Recomendación de la Comisión Europea de 9 de abril de 2014¹⁸, en donde es destacable la importancia de la llamada declaración sobre gobernanza empresarial (*Corporate Governance Statement*).

Los ejemplos mencionados, que son los más significativos, pero no los únicos, prueban que se trata de un tema crucial a nivel europeo y que evidentemente afecta a todas las jurisdicciones. Que se trata de una preocupación constante y que permanece vigente lo demuestran también documentos como el llamado *Improving the quality of «comply or explain reporting»* promulgado en el Reino Unido por el *Financial Reporting Council* en febrero de 2021¹⁹.

14. Resolución del Parlamento Europeo, de 29 de marzo de 2012, sobre una normativa de gobierno corporativo para las empresas europeas, 2011/2181 (INI).
15. Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo.
16. Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.
17. Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.
18. Recomendación de la Comisión de 9 de abril de 2014 sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial («cumplir o explicar»).
19. Disponible en la sección *Publications* en <https://www.frc.org.uk/> (consultado por última vez el 21-6-2021).

En el caso español es destacable la publicación de la *Guía técnica 1/2016 de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»*, que evidencia la existencia de una práctica que tal vez sea exagerado calificar como generalizada, pero al menos sí relativamente frecuente²⁰. Por esa razón la Guía técnica incide de manera particular en tratar de evitar explicaciones redundantes, generales, alternativas y transitorias.

IV. APUNTES SOBRE (CASI) 25 AÑOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA. REGLAS BÁSICAS EN RELACIÓN CON LA JUNTA GENERAL Y EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN. DEL INFORME OLIVENCIA AL CUBG DE 2015 Y SU REVISIÓN EN 2020

De manera breve repasamos las diversas reglas que son comunes a los diversos Códigos de Buen Gobierno y que como se ha advertido, aunque tienen como principal destinatario a los Consejos de administración se dirigen también de manera significativa a reforzar el papel de las juntas generales²¹. Me parece oportuno realizar, con carácter general, una panorámica de algunas cuestiones que ya se planteaban en el Informe Olivencia y que se han incorporado de manera desigual a los estatutos de nuestras sociedades cotizadas –y en ocasiones también, aunque no eran sus destinatarios originales, a las no cotizadas–. Se pretende de ese modo visualizar de manera global las mejoras experimentadas a lo largo de todos estos años. Al mismo tiempo, se apunta ya una idea que no será necesario repetir: la claridad y precisión de las recomendaciones en sus distintas versiones contrasta con una intervención legislativa que tiene aciertos evidentes pero también muchas otras opciones más dudosas.

En relación con los Consejos se pretende en una primera aproximación que dentro de ellos haya una separación de funciones, que existan representantes de los diversos intereses. Así, entre las ideas que destacan, se incide en la conveniencia de separar gestión y propiedad de la empresa, proponiendo la incorporación al Consejo de Administración de una mayoría de consejeros independientes, es decir, no vinculados a la dirección de empresa o a los vínculos accionariales de control, a los que nombra en el Consejo por su experiencia y prestigio profesional. Esta práctica fue de las primeras medidas que encontró una adopción generalizada, pese a la existencia de algunas dificultades, derivadas, entre otras razones, de la falta de consejeros independientes suficientes en algunas sociedades. En realidad, hasta que no se introdujo una reforma legislativa no se terminó con una

20. https://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/GuiaTecnica_2016_1.pdf (consultado por última vez el 21-6-2021).

21. Desde el *Informe Cadbury* se destacaba el papel de los Consejos de Administración («Boards of directors are responsible for the governance of their companies») pero también se advertía de la importante función que cumplen o deben cumplir los accionistas: «The shareholders' role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place».

situación bastante anómala y singular, el hecho de que muchos independientes llevaran mucho tiempo en el Consejo hasta el punto de que uno de los presupuestos de esa independencia –la falta de conexión estrecha entre el consejero y la sociedad– no se cumpliera²².

Otra cuestión que es común a los Códigos de Buen Gobierno desde el principio es tratar de evitar en una misma persona la acumulación de los cargos de presidente del Consejo con el de primer ejecutivo de la sociedad, que se advierte –o advertía– en el caso español como una práctica habitual y no excesivamente satisfactoria, también bastante superada²³. Se contemplaba también en un primer momento –y fue ampliamente seguido desde el principio– la creación dentro del consejo de comisiones delegadas de control, que realicen una función de supervisión del órgano de administración, compuestas exclusivamente por consejeros externos y abarquen campos

22. *Cfr.*, por ejemplo, ESTEBAN VELASCO, G., «Consejeros independientes: función y criterios de independencia en el Código Unificado de Buen Gobierno», en Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde, Vol. 1, 2007, pp. 499 y ss., MARCOS FERNÁNDEZ, F., SÁNCHEZ GRAELLS, A., «Necesidad y sentido de los consejeros independientes. Dificultades para el trasplante al derecho de las sociedades cotizadas españolas», en RDM, n. 268, 2008, pp. 499 y ss.

Tenemos aquí un buen ejemplo de que algunas ideas que parecen claras desde el principio, tardan en materializarse, pues no fue hasta la «Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores en que se introdujeron unas limitaciones para ser considerado consejero independiente: se decía en el artículo 8.4 i) [No podrán ser clasificados en ningún caso como consejeros independientes quienes] Sean consejeros durante un período continuado superior a 12 años, sin perjuicio de lo establecido en la letra a) de este apartado, que a su vez establecía que [No podrán ser clasificados en ningún caso como consejeros independientes quienes]: Hayan sido empleados o consejeros ejecutivos de sociedades del grupo, salvo que hubieran transcurrido 3 o 5 años, respectivamente, desde el cese en esa relación».

23. Por todos, sobre esta cuestión CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., *Presidente ejecutivo y gobierno corporativo de sociedades cotizadas en España*, Civitas, 2013.

Se optó aquí por respetar la autonomía de la voluntad, pero con la introducción en la Ley 31/2014 de la figura del consejero coordinador.

«Artículo 529 septies. Separación de cargos. 1. Salvo disposición estatutaria en contrario, el cargo de presidente del consejo de administración podrá recaer en un consejero ejecutivo. En este caso, la designación del presidente requerirá el voto favorable de los dos tercios de los miembros del consejo de administración. 2. En caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración, con la abstención de los consejeros ejecutivos, deberá nombrar necesariamente a un consejero coordinador entre los consejeros independientes, que estará especialmente facultado para solicitar la convocatoria del consejo de administración o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día de un consejo ya convocado, coordinar y reunir a los consejeros no ejecutivos y dirigir, en su caso, la evaluación periódica del presidente del consejo de administración».

diversos: información y control contable (comisión de auditoría); selección de consejeros y altos directivos (comisión de nombramientos); determinación y revisión de la política de retribuciones (comisión de retribuciones); y evaluación del sistema de gobierno (comisión de cumplimiento). También hay previsiones relativas a las limitaciones al número de mandatos, limitaciones a la existencia de consejeros que estén en más de un consejo de administración, o recomendación relativa a la edad de jubilación. En una fase posterior (por ejemplo, en el Código Unificado de Buen gobierno de 2015 –en adelante CUBG–) se incide de manera muy específica en las capacidades y en la dedicación de los administradores.

En relación con las juntas generales se incide en el papel de los accionistas, se trata de fomentar su participación en las juntas, se les dan posibilidades de una mayor información, de participar en la confección del orden del día. En general, las sociedades cotizadas han visto incrementada de manera muy notable en todo lo que llevamos de siglo sus obligaciones de facilitar información no solamente a los accionistas sino al mercado en general. De hecho, el fomento de la participación de los accionistas, que era desde un primer momento un objetivo relevante, pero quizás uno más, se ha convertido ahora en una de las piezas esenciales y que han sido objeto de una mayor atención en los últimos años –objeto principal por ejemplo de la Directiva 2017/828–.

Todas esas medidas referidas al Consejo y a la Junta vienen acompañadas de recomendaciones relativas a la publicidad de la información. Eso, como veremos inmediatamente se concreta en unas elevadas exigencias de transparencia que a pesar de los evidentes progresos que ha supuesto en las últimas décadas también puede observarse de manera crítica en algunos aspectos.

En el caso español, como es común en el Derecho comparado, ha habido una evolución bastante rápida en la estructura y alcance global de los diversos Códigos, pasando en un breve periodo de tiempo de unas recomendaciones regidas por la voluntariedad en su asunción a una mayor formalidad en la enumeración de principios. Como hemos destacado al principio, una característica del sistema español desde las primeras Recomendaciones ha sido su traslación a la legislación como norma imperativa y su extensión de algunas exigencias a todo tipo de sociedades anónimas, no solamente cotizadas y también a sociedades de responsabilidad limitada. La Ley 26/2003, comúnmente conocida como Ley de Transparencia es el mejor ejemplo de la primera afirmación y la Ley 31/2014 de la segunda.

Cada uno de los Códigos ha ido evolucionando respecto a su precedente: así se advierte al examinar los distintos textos: el Informe Olivencia (1997), el Informe Aldama (2003), el CUBG de las sociedades cotizadas conocido como Código Conthe (2006), el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (2015) hasta la más reciente revisión del último

Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 2020. Constituyen en cada caso versiones que como ya se ha subrayado, prescinden de las recomendaciones que se hayan ido incorporando a la normativa societaria común, en nuestro caso, la Ley de Sociedades de Capital, que precisamente ha sido ampliamente reformada de manera muy reciente en virtud de la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

A riesgo de simplificar, y advirtiendo que ha habido otras reformas relevantes, antes de llegar a esta última en 2021, podemos identificar esos dos momentos ya apuntados como los ejemplos más destacables que supusieron hitos importantes en nuestro derecho societario en lo que a reglas de *corporate governance* se refiere. En primer lugar, en el año 2003, la conocida como *Ley de transparencia*²⁴, que incorporó con carácter imperativo una serie de principios de notable importancia, entre los que destacaba la introducción por primera vez en España, de la obligación de publicar un informe anual de gobierno corporativo en el que se informase del grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, y, en su caso, se explicase la falta de seguimiento de dichas recomendaciones²⁵.

La Ley, como explicaba en su Exposición de Motivos, giraba en torno a tres grandes grupos de normas: «a) *Los deberes de información y transparencia*. b) *La definición y régimen de los deberes de los administradores, especialmente en el ámbito del conflicto de intereses*. c) *La obligación de dotarse de un conjunto de mecanismos en materia de gobierno corporativo que comprendan, entre otros, un reglamento del consejo de administración, así como de la junta general*».

La Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo supuso otro hito de enorme relevancia²⁶. Se trató de una reforma de gran alcance que afectó tanto a la Junta general como al órgano de administración. Tiene reglas que

24. Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

25. Cfr. la Circular 5/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

26. Excede notablemente de finalidad de este trabajo analizar exhaustivamente la importancia de las reformas de 2014, que han dado lugar a una cantidad notable de trabajos, por lo que las citas se realizarán de manera muy restrictiva.

solamente se aplican a las sociedades cotizadas, pero otras muchas son aplicables a todo tipo de sociedades. Si me detengo en algunas consideraciones sobre esta Ley sobre la que existe una literatura muy abundante es por subrayar una característica importante que se encuentra entre los rasgos distintivos que hemos identificado en la introducción. Me refiero precisamente a esta importante característica de esa reforma: muchos de los principios inicialmente pensados y concebidos para las sociedades cotizadas aparecen como normas imperativas que se aplican a todo tipo de sociedades, tanto anónimas (cotizadas y no cotizadas) como sociedades de responsabilidad limitada. Eso generó al poco de su promulgación notables problemas de adecuación y ajustes y ha motivado en algunos casos serias controversias, que dieron lugar a un buen número de Resoluciones de la Dirección General de Registros y del Notariado (ahora Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública) y también a Sentencias, llegando incluso al Tribunal Supremo. Me refiero principalmente a los casos notorios de la autorización de la junta en la enajenación de activos esenciales y la remuneración de administradores.

En lo que se refiere a la Junta general, citando textualmente el Preámbulo de la Ley 31/2014, *se pretende con carácter general reforzar su papel y abrir cauces para fomentar la participación accionarial. A estos efectos, se extiende expresamente la posibilidad de la junta de impartir instrucciones en materias de gestión a todas las sociedades de capital, manteniendo en todo caso la previsión de que los estatutos puedan limitarla. Asimismo, se amplían las competencias de la junta general en las sociedades para reservar a su aprobación aquellas operaciones societarias que por su relevancia tienen efectos similares a las modificaciones estructurales.* La primera de las cuestiones es de carácter (relativamente) menor, porque ya estaba prevista desde 1995 para las Sociedades de Responsabilidad Limitada y su aplicación no había generado especiales problemas. En cambio, la segunda de ellas sí es compleja y ha generado un amplio debate doctrinal y una importante controversia práctica. Es un buen ejemplo de que el legislador debe ser cuidadoso al introducir en las sociedades no cotizadas reglas que tienen sentido en sociedades abiertas.

Como es sabido, la reforma del artículo 160 LSC consistió en intercalar en el artículo referido a las competencias de la junta una letra f) *La adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales. Se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado.* Aunque nos centraremos exclusivamente en la regulación del 160 LSC, cabe advertir que se trata de una regla que tiene un paralelismo con el artículo 511 bis LSC que en sede de sociedades cotizadas se refiere a las competencias adicionales. La técnica legislativa no parece la más adecuada para una correcta integración de ambos preceptos pues, aunque de una parte parece que dicen lo mismo, de otro lado se

aprecia la existencia de una serie de diferencias en la redacción que obliga a un esfuerzo hermenéutico adicional²⁷. De entrada, debemos manifestar que se trata de una regla de dudosa bondad en los términos en que está formulada, que no tiene sentido en las sociedades cerradas. La norma de una parte incluye una referencia al 25% que al margen de ser una cuantía excesivamente baja en cualquier sociedad que no sea cotizada es una mera presunción a la que tal vez no haya que colocar en el centro del debate sino solamente tomarla como lo que es. Otro problema fundamental que plantea esta norma es el de determinar las consecuencias de su infracción. Parece evidente que es un exceso sostener la nulidad de las actuaciones alegando por falta de competencia del órgano de administración, aunque esa es también la interpretación a la que conduce una lectura literal del precepto. Ciertamente, teniendo en cuenta la incertidumbre que genera la norma y la amplitud de su difusión parece oportuno concluir abogando por una reforma del precepto, clarificadora de una parte y a la vez que afine su ámbito de aplicación. En fin, la RDGRN 11-6-2015 resolvió –eso sí, en *obiter dicta*– algunas de las cuestiones más acuciantes en la práctica: esto es, el requisito que debe cumplir el administrador que pretenda realizar alguna de las operaciones previstas en el artículo. La cuestión se volvió pacífica en el sentido de no generar tantos problemas como parecía en un primer momento, pero ejemplifica perfectamente el riesgo de una intervención excesiva en la configuración legal aunque la intención pueda compartirse: dar más voz a la junta general en determinados acuerdos.

También fue objeto de reforma el derecho de información y de nuevo se apreciaba la inadecuada extensión de algunas soluciones que pueden ser aceptables para sociedades anónimas cotizadas pero que carecen de sentido tal como se configuran para las demás sociedades de capital. Ciertamente, el derecho de información cumple una función ligeramente distinta en uno y otro modelo. Las sociedades cotizadas están obligadas a informar de manera continuada y en la junta general muchas de las cosas que se pretende discutir están ya documentadas de manera suficiente. La modificación del artículo 197 LSC que solamente afecta a las sociedades anónimas introduce una serie de cambios que si se valorasen por su extensión

27. La literatura al respecto es muy abundante, así que señalo entre los primeros estudios sobre la cuestión, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Aproximación a la categoría de “operaciones sobre activos esenciales”, cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [arts. 160 f) y 511 bis LSC]», *La Ley mercantil*, n.º 11, febrero 2015, pp. 24 y ss., GUERRERO LEBRÓN, M. J., «La competencia de la Junta General en las operaciones relativas a activos esenciales. Artículo 160.F Ley de Sociedades de Capital», *RDM* n. 298, 2015 pp. 183 y ss, y PÉREZ MILLÁN, D., «La competencia de la junta general respecto de operaciones sobre activos esenciales y el poder de representación de los administradores», en JUSTE MENCÍA, J. y ESPÍN GUTIÉRREZ, C. (Coord.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: liber amicorum*, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban, vol. 1, Aranzadi, 2017, pp. 323 y ss. Más reciente, desde una perspectiva en la que entramos en la frontera con el derecho concursal, ARIAS VARONA, J., *La disposición de activos esenciales de sociedades en crisis*, Aranzadi, Pamplona, 2020.

podrían parecer menores, pero que en cambio revelan una profundidad notable. derecho de información, en concreto en relación con su consideración como autónomo o instrumental²⁸.

Otro ejemplo lo podemos ver en el artículo 197 bis, que se refiere a la exigencia de votación separada de determinados asuntos en la junta general. Se trata de una novedad absoluta, aplicable tanto para sociedades anónimas como para sociedades de responsabilidad limitada cuyo antecedente es una regla prevista en el Código Unificado de Buen Gobierno de 2006²⁹. A pesar de tratarse de una norma que pretende mayor claridad («para facilitar el ejercicio adecuado del derecho de voto», decía la Recomendación) se generaba alguna duda concreta en lo referido a su incumplimiento, principalmente las consecuencias que debe tener el no proceder a una votación separada.

En fin, hay otras reformas como la relativa al conflicto de intereses o la que afecta al régimen jurídico de la impugnación de los acuerdos sociales pero, aunque de una u otra forma todas afectan al *corporate governance*, tienen un alcance más general.

El otro grupo de normas de gran importancia que incorpora la Ley 31/2014 tiene por objeto el Consejo de administración. De nuevo en el Preámbulo se insistía de manera muy enfática en la necesidad de regular

28. Por todos, RECALDE CASTELLS, A., «Comentario al artículo 197 LSC», en JUSTE MENCÍA, J., (coord.), *Comentario de la reforma del Régimen de las Sociedades de Capital en materia de Gobierno Corporativo (Ley 31/2014) sociedades no cotizadas*, Thomson Reuters-Civitas, 2015.

29. Puede cotejarse la similitud entre la Recomendación número 5 del CUBG y el artículo 197 bis LSC: «Votación separada de asuntos. Para facilitar el ejercicio adecuado del derecho de voto por el accionista y evitar la distorsión asociada a la agrupación de decisiones es preciso formular los asuntos sometidos a votación de manera que los accionistas puedan matizar el ejercicio de su derecho y pronunciarse separadamente sobre cada propuesta. Esta preocupación se manifiesta de forma especial en el nombramiento de consejeros, pues se trata de que los accionistas puedan valorarlos y votarlos uno por uno, sin someterse a una “lista cerrada”; también surge en las modificaciones de Estatutos, donde parece igualmente oportuno que los accionistas puedan pronunciarse de forma separada sobre las distintas materias reguladas en los distintos preceptos o bloques de preceptos». Se dice a continuación: «Por ello, se recomienda: 5. Que en la Junta General se voten separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes, a fin de que los accionistas puedan ejercer de forma separada sus preferencias de voto. Y que dicha regla se aplique, en particular: a. Al nombramiento o ratificación de consejeros, que deberán votarse de forma individual; b. En el caso de modificaciones de Estatutos, a cada artículo o grupo de artículos que sean sustancialmente independientes».

Por su parte, dice el artículo 197 bis: «Votación separada por asuntos. 1. En la junta general, deberán votarse separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes. 2. En todo caso, aunque figuren en el mismo punto del orden del día, deberán votarse de forma separada: a) el nombramiento, la ratificación, la reelección o la separación de cada administrador. b) en la modificación de estatutos sociales, la de cada artículo o grupo de artículos que tengan autonomía propia. c) aquellos asuntos en los que así se disponga en los estatutos de la sociedad».

determinadas cuestiones como la “transparencia en los órganos de gobierno, el tratamiento equitativo de todos los accionistas, la gestión de los riesgos o la independencia, participación y profesionalización de los consejeros”.

Continúa enumerando algunas de las novedades con referencias a lo que entiende como una tipificación más precisa de los deberes de diligencia y lealtad o una regulación de los procedimientos a seguir cuando se plantea un conflicto de interés. También adelanta otros temas como las facultades indelegables del consejo o la periodicidad necesaria mínima que se requiere en el Consejo, con una reunión al menos cada trimestre. En ese sentido incide también en la obligación de los consejeros de asistir personalmente a las sesiones, la limitación en caso de delegación de un consejero no ejecutivo que solamente podrán hacerlo en otro consejero no ejecutivo. En cuanto al funcionamiento también se subraya la garantía de que todos los consejeros deberán recibir con antelación suficiente tanto el orden del día como la información necesaria para deliberar y adoptar los acuerdos.

Asimismo, también hay referencias al presidente del consejo, con delimitación de sus funciones que pueden ser ampliadas por los estatutos y el reglamento del consejo y a la figura del consejero coordinador, que deberá existir en caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo y ser elegido entre los consejeros independientes al que el Preámbulo encomienda una función de contrapeso y que el artículo 529 *septies* 2 LSC dota de un contenido más concreto³⁰. En fin, también se menciona la regulación de las funciones del secretario del consejo de administración y se recuerda que se eleva a rango legal la definición de las categorías de consejeros, hasta ahora reguladas mediante orden ministerial, además de limitar a cuatro años su periodo máximo de mandato.

Por último, el Preámbulo se refiere a las comisiones especializadas en el seno del Consejo, recordando la obligatoriedad de la comisión de auditoría y la de nombramientos y retribuciones –que puede estar separada en dos distintas–, requiriendo en su composición la presencia única de consejeros no ejecutivos y la necesaria presidencia por parte de un independiente.

La reproducción de estas «novedades» que ya llevan años incorporadas a nuestra LSC obedece al interés en subrayar que algunas de estas incorporaciones venían ya formuladas como meras Recomendaciones ya desde el Informe Olivencia. Además, también queremos insistir en que hay que ser especialmente cuidadoso a la hora de incorporar con carácter general determinadas soluciones que están inicialmente pensadas para sociedades cotizadas.

Finalmente, capítulo aparte merece la regulación de las remuneraciones de los administradores, aunque no voy a detenerme en exceso sobre

30. Según datos publicados en el diario Expansión en el artículo “Los poderes del ‘jefe’ de los consejeros independientes” (21-6-2021), 27 de 35 sociedades del IBEX tienen un consejero coordinador, algunas de ellas, desde mucho antes de la reforma de 2014.

ello, puesto que lo que nos interesa en este lugar ponerlo de ejemplo significativo de todo lo que se viene afirmando.

Sí me interesa reproducir en su totalidad el Preámbulo referido a la cuestión porque de ese modo situamos rápidamente el centro del problema: «Distintos organismos internacionales han destacado la creciente preocupación por que las remuneraciones de los administradores reflejen adecuadamente la evolución real de la empresa y estén correctamente alineadas con el interés de la sociedad y sus accionistas. Para ello y en primer lugar, la Ley obliga a que los estatutos sociales establezcan el sistema de remuneración de los administradores por sus funciones de gestión y decisión, con especial referencia al régimen retributivo de los consejeros que desempeñen funciones ejecutivas. Estas disposiciones son aplicables a todas las sociedades de capital. Por lo que se refiere a las sociedades cotizadas, se someterá a la junta general de accionistas la aprobación de la política de remuneraciones, que tendrá carácter plurianual, como punto separado del orden del día. En el marco de dicha política de remuneraciones, corresponde al consejo de administración fijar la remuneración de cada uno de los consejeros. De esta forma se garantiza que sea la junta general de accionistas la que retenga el control sobre las retribuciones, incluyendo los distintos componentes retributivos contemplados, los parámetros para la fijación de la remuneración y los términos y condiciones principales de los contratos».

El párrafo anterior contempla buena parte de la problemática en torno a la remuneración desde diversos puntos de vista que giran básicamente en torno al llamado *say on pay* o lo que es lo mismo, la aprobación de la junta general de la política de retribuciones y de otras cuestiones referidas a la remuneración de administradores. De nuevo, la extensión a todo tipo de sociedades de reglas inicialmente concebidas para las cotizadas ha generado una notable polémica, que fue cerrada al menos en su primer capítulo, con una STS de 26 de febrero de 2018³¹.

El problema básico deriva del hecho de que la Ley 31/2014 introdujo una serie de reglas referidas a la retribución de administradores ubicadas sistemáticamente en lugares distintos de la LSC. Dentro de las normas comunes a todos los administradores, el artículo 217.1 LSC parte del principio de gratuidad del cargo de administrador y establece la reserva estatutaria del sistema de remuneración que debe ser determinado expresamente. El artículo 217.2 LSC exige concretar el concepto o conceptos retributivos a percibir por los administradores *en su condición de tales*, expresión que supone la piedra angular de la reforma³², pues permite distinguir de una

31. Ha habido alguna RDGRN de interés posterior a esa Sentencia como la de 9 de agosto de 2019.

32. PAZ-ARES, C., «El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos», en Indret 1/2008 (disponible en <https://indret.com/el-enigma-de-la-retribucion-de-los-consejeros-ejecutivos/>). Para una síntesis muy precisa de esa posición, CAMPINS VARGAS, A., «Retribución de administradores ejecutivos: dónde estamos y a dónde

parte bajo el régimen del 217 LSC entre retribuciones percibidas por realizar labores propias de los administradores (o no hacerlo y optar por la gratuidad). De otro lado –en sede de normas específicamente referidas al Consejo de administración–, el artículo 249 LSC exige para el caso de que «un miembro del consejo sea nombrado consejero delegado o se le atribuyan funciones ejecutivas en función de otro título», la celebración de un contrato entre el consejero y el consejo –con mayoría de 2/3 de los miembros– en el que se detallen todos los conceptos por los que pueda percibir retribución. Esa ubicación sistemática implica que las normas respectivas tienen un ámbito de aplicación distinto³³.

Como se ha advertido por todos los que han comentado esta cuestión, el régimen legal estaba concebido en sus antecedentes para las sociedades cotizadas y genera problemas serios el extenderlo a todo tipo de sociedades. Una razón evidente es que en las sociedades cotizadas no supone un especial problema que el contrato del 249 LSC lo celebre el consejo con el consejero porque existen mecanismos adicionales de transparencia. En las sociedades no cotizadas, en cambio, al no haber esa exigencia legal puede haber una opacidad no deseada acerca de los detalles de ese contrato, especialmente en lo que se refiere a la remuneración. Además, el hecho de que sea una regla pensada exclusivamente para el Consejo, que es el único modo en que puede configurarse la administración de una sociedad cotizada, frente a la diversidad de formas de administración posibles en sociedades anónimas no cotizadas y de responsabilidad limitada hace evidentes esas disfunciones. Como se ha apuntado anteriormente, el momento decisivo en esta discusión fue la STS de 26 de febrero de 2018³⁴, que revocando el criterio de la DGRN y de una Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona ha determinado que la retribución de los consejeros ejecutivos de las sociedades no cotizadas debe figurar en los estatutos sociales. El tema de las remuneraciones mantiene su vigencia y sigue generando Resoluciones y Sentencias³⁵. La Ley 5/2021 no ha modificado los

vamos», Blog Derecho Mercantil, 13 de agosto de 2014, <https://derechomercantiles-pana.blogspot.com/2014/08/retribucion-de-administradores.html>. Ambos enlaces han sido consultados por última vez el 21-6-2021.

33. Extensamente, sobre la cuestión, MIQUEL RODRÍGUEZ, J., «Constancia estatutaria de la retribución de consejeros ejecutivos: Comentario a la RDGRN de 17 de junio de 2016», RdS, n. 47. 2016, pp. 315 y ss. También, ya comentando la STS, JUSTE MENCÍA, J. y CAMPINS VARGAS, A., «Interpretación del régimen legal de retribución de administradores. A propósito de la STS de 26 de febrero de 2018», RdS, n. 53. 2018. (se ha manejado la versión de Thomson Proview en la que no hay referencias a las páginas).
34. Sobre ella, *cfr.* ALFARO, *La retribución de los consejeros ejecutivos y los estatutos sociales*, Blog *Almacén de Derecho* de 5 de marzo de 218 (consultada por última vez el 21-6-2021) y PAZ-ARES, C., «Perseverare diabolicum (A propósito de la STS 26-II-2018 y la retribución de los consejeros ejecutivos)», *InDret* 2.2018, pp. 1 y ss.
35. Véase por ejemplo las mencionadas Resoluciones de 26 de abril de 2021 o de 25 de mayo de 2021, de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública o la STS de 13 de mayo de 2021.

artículos 217 y 249, pero sí ha realizado algunas modificaciones relevantes en el artículo 529 *octodecies* y 529 *novedecies* LSC, aplicables solamente a sociedades cotizadas³⁶.

V. TENDENCIAS ACTUALES EN EL ÁMBITO DEL CORPORATE GOVERNANCE. SU PLASMACIÓN EN LA LEY 5/2021

1. LAS CUESTIONES MÁS RELEVANTES

Terminado el repaso de la evolución en los últimos años y apuntados esos dos momentos especialmente destacados en nuestra legislación societaria, es evidente que el tercer hito es la aprobación de la referida Ley 5/2021 en el que se apuntan algunas de las tendencias que mayor importancia van a tener en los próximos años. Precisamente en las páginas siguientes realizaremos una aproximación general a algunas de esas cuestiones que se proyectan en el futuro más inmediato y analizaremos desde esa clave las principales novedades de la Ley 5/2021.

Presenta con detalles en su Exposición de Motivos y en su texto articulado la mayoría de tendencias relevantes en la actualidad a nivel mundial. Me parece interesante por ese motivo ir repasando algunas ideas que vienen expresadas en la Ley y destacar también otros puntos de interés de presente y futuro próximo.

Las diversas cuestiones que se plantean están relacionadas entre sí y como sucede con carácter general en lo referido al *corporate governance* funcionan a diversos niveles: tanto desde su propio origen o procedencia como a la hora de plasmarse en recomendaciones, normas imperativas o incluso en la mera práctica del mercado. Los debates se centran en distintos ámbitos, que pueden diferenciarse con cierta nitidez, aunque estén estrechamente interrelacionados.

Un aspecto esencial, que merece apuntarse el primero por su globalidad y su alcance más general es el de la preocupación por el medio ambiente y por la sostenibilidad, que sin duda está estrechamente vinculado con los demás y hasta cierto punto marca las líneas que sigue el resto.

Quizás puede identificarse como derivada más clara de ese marco general desde un punto de vista societario el vivo debate a nivel internacional que gira en torno a puntos diversos que convergen en una misma dirección. La cuestión sobre la que debe ser la finalidad o el propósito de las sociedades es quizás el tema general que engloba a los demás, que tienen

36. El artículo 529 *novedecies*, «Aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros» se ha convertido ahora en una norma larguísima que merece por sí misma un estudio pues de nuevo se manifiestan las dudas acerca de exigir el cumplimiento de determinados requisitos como el que encabeza el 592 *novedecies* 3 a) *deberá contribuir a la estrategia empresarial y a los intereses y la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad y explicar de qué modo lo hace.*

también alguna autonomía propia, aunque enmarcadas dentro de esa premisa básica.

Aunque la mayoría son discusiones que tienen ya una cierta antigüedad, la manera en que se plantean ahora sí es algo distinta, pues presentan una imbricación y un contexto diferente, si quiera por la evolución de –pongamos como referencia– los últimos cincuenta años³⁷. Esa cifra no está puesta al azar, pues precisamente, se ha conmemorado recientemente el cincuentenario del célebre artículo de Milton Friedman en el que afirmaba que «the social responsibility of business is to increase its profits», lo que ha motivado también reflexiones de interés en el contexto actual³⁸.

Desde ese aspecto meramente societario, podemos citar en el contexto de ese importante debate la confesada preocupación por el cortoplacismo, la búsqueda de mecanismos que fomenten la implicación de accionistas, así como los mecanismos de promoción de la diversidad en los consejos, aspectos todos ellos que tienen acogida en la Ley 5/2021.

37. Recordemos de nuevo el artículo de GONDRA ROMERO, J.M., «100 Años de debate sobre el ‘gobierno corporativo’...», cit., que explica con mucho detalle «el curso oscilante del debate en los EEUU después de la guerra (1950-2000)».
38. CHEFFINS, B.R., «Stop Blaming Milton Friedman!» (March 11, 2020). University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 9/2020, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 523/2020, <https://ssrn.com/abstract=3552950> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3552950>, KAPLAN, S., «The Enduring Wisdom of Milton Friedman», <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/09/30/the-enduring-wisdom-of-milton-friedman/>, LIPTON, M., «Was Milton Friedman Right about Shareholder Capitalism?» <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/04/21/was-milton-friedman-right-about-shareholder-capitalism/> LIPTON, M., «Milton Friedman’s Essay and the True Purpose of the Business Corporation» <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/09/18/milton-friedmans-essay-and-the-true-purpose-of-the-business-corporation/>, BEBCHUK, L., TALLARITA, R., «The Illusory Promise of Stakeholder Governance», *Cornell Law Review*, Volume 106, 2020, pp. 91-178, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No.1052, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2020-1, <https://ssrn.com/abstract=3544978> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3544978>. Se critica aquí lo que se considera una posición «cosmética» al tratar de poner en un mismo nivel a los diversos stakeholders y a los accionistas, argumentando esencialmente que no hay incentivos suficientes para que quienes gestionan la compañía promuevan políticas que favorezcan a los stakeholders más allá de lo que promueva un incremento del valor de la posición del accionista. Además, afirman que el interés de los stakeholders no es valorado nunca de manera específica o como elemento separado o independiente. Responde a ese artículo MAYER, C., «Shareholderism Versus Stakeholderism – a Misconceived Contradiction. A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance” by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita» European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 522/2020, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3617847> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3617847>. Cfr. también las reflexiones de EDMANS, A., «What Stakeholder Capitalism Can Learn From Milton Friedman», <https://promarket.org/2020/09/10/what-stakeholder-capitalism-can-learn-from-milton-friedman/>.

Todos los enlaces mencionados en esta nota a pie han sido consultados por última vez el 21-6-2021.

En otro ámbito, que podemos calificar de configuración de los mercados y atendiendo a esa globalidad característica de nuestro tiempo debemos también hacernos eco de la importancia evidente que tienen los inversores institucionales en los mercados mundiales y recoger algunas de las preocupaciones que se han manifestado respecto a su comportamiento en las propias juntas generales de las sociedades pero también cómo esa realidad puede tener efectos desde el punto de vista de la libre competencia en el mercado, en particular en relación a la denominada *common ownership*. Sobre este aspecto realizaremos un apunte final, pues también hay diversas referencias a los inversores institucionales en la Ley 5/2021.

Los temas enumerados tienen entidad propia y por tanto pueden ser analizados de manera individual, pero están evidentemente interconectados. Por ese motivo, a efectos expositivos pueden escogerse vías distintas de presentarlos. Me parece oportuno a efectos de sistemática presentar una panorámica general de la regulación –en sentido amplio– más relevante y después entrar en la exposición de cada uno de los temas apuntados.

2. LOS (HETEROGÉNEOS) REFERENTES DE LA LEY 5/2021

La Exposición de Motivos se refiere detalladamente a una serie antecedentes, empezando naturalmente por la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Se refiere asimismo al Plan de Acción de la Comisión de 2012 y luego a un conjunto heterogéneo de reglas y principios, así como declaraciones de diversa naturaleza formal: menciona en concreto los Principios de Inversión Responsable de la Organización de Naciones Unidas, cita también los Principios de Gobierno Corporativo (OCDE y G20 2015), un informe de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) de 2019³⁹ y las conclusiones finales (sic) aprobadas en el Foro Económico de Davos⁴⁰. Después de enumerar

39. «Asimismo, un informe reciente de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha destacado la relación que existe entre las inversiones a largo plazo y la sostenibilidad social y medioambiental de las empresas. Según este “Informe sobre las presiones cortoplacistas indebidas sobre las empresas” (Undue short-term pressure on corporations), de 18 de diciembre de 2019, la inversión a largo plazo suele tener más en cuenta elementos y objetivos relacionados con la sostenibilidad. En efecto, según ESMA, los objetivos de sostenibilidad social y medioambiental están muy relacionados con las inversiones a largo plazo. En consecuencia, la gestión adecuada de los riesgos sociales y medioambientales está alineada con los objetivos de los inversores a largo plazo. Por esta razón, ESMA opina que la política de implicación a largo plazo de las sociedades gestoras y las empresas de servicios de inversión debería también contemplar indicadores medioambientales, sostenibles y de gobernanza».

40. «Igualmente, el Foro Económico de Davos en su quincuagésima celebración, aprobó en sus conclusiones finales un conjunto de principios éticos para guiar a las empresas en la era de la Cuarta Revolución Industrial, para avanzar hacia un capitalismo donde

todas esas influencias en la Ley se remarca una idea: que «los efectos de la Directiva para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas claramente trascienden el ámbito propio del gobierno corporativo y la rentabilidad empresarial, y pueden tener un impacto positivo en la economía y la sociedad en su conjunto».

A nivel de Unión Europea, existen iniciativas que tienen fuerza y alcance diversos, no solamente la Directiva 2017/828, y el referido Plan de Acción de la Comisión (El «Plan de Acción para Financiar el Desarrollo Sostenible», de marzo de 2018), sino también otros documentos, como el Pacto Verde Europeo, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones (COM/2019/640 final). Recientemente, la Resolución del Parlamento Europeo, de 10 de marzo de 2021, con recomendaciones destinadas a la Comisión sobre diligencia debida de las empresas y responsabilidad corporativa⁴¹ y posteriormente, a finales de abril la Comisión la Propuesta de Directiva sobre informes de sostenibilidad corporativa (DISC), como parte de los compromisos del Pacto Verde Europeo⁴².

Me parece oportuno mencionar también, en otro plano distinto, pero extremadamente útil para confrontar diversas posiciones existentes y sobre todo diversas vías de abordar objetivos comunes el *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, realizado por la consultora EY por encargo de la Comisión Europea que ha generado un intenso debate doctrinal y fuertes críticas⁴³. Simplificando, se critica especialmente que el punto de partida del análisis no es el adecuado, puesto que se parte de premisas bastante discutibles, entre ellas la creencia de que los accionistas solamente están preocupados en un valor a corto plazo, o dar por hecho que los intereses de los accionistas solamente pueden protegerse a costa de los intereses de otros interesados en la marcha de la sociedad, los *stakeholders*.

el objetivo de las empresas vaya más allá del beneficio y genere valor para todos sus grupos de interés. Sobre la base de que una empresa es algo más que una unidad económica generadora de riqueza, y atiende a las aspiraciones humanas y sociales en el marco del sistema social en su conjunto, destaca que el rendimiento no debe medirse tan solo como los beneficios de los accionistas, sino también en relación con el cumplimiento de los objetivos ambientales y sociales».

41. https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073_ES.html#title1.

NOVAL PATO, J., ¿Los derechos humanos en la agenda del gobierno corporativo? En especial, la obligación de «due diligence», RdS, n. 60, 2020(se ha manejado la versión de Thomson Proview en la que no hay referencias a las páginas).

42. En inglés Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Cfr. «Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal»: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_21_1804 (consultada por última vez el 21-6-2021).

43. Para un resumen de las objeciones más relevantes, puede verse, el Manifiesto «Call for Reflection on Sustainable Corporate Governance», https://ecgi.global/content/call-reflection-sustainable-corporate-governance?mc_cid=e608e37d03&mc_eid=c0a8951968 (consultada por última vez el 21-6-2021).

3. LOS EJEMPLOS MÁS RECIENTES EN DERECHO ESPAÑOL

3.1. El Código unificado de Buen Gobierno 2020

Si nos atenemos exclusivamente a las novedades más recientes en el marco del Derecho español podemos citar como textos de referencia el Código de Buen Gobierno en su última versión de 2020 así como la Ley 1/2018 y la reiteradamente mencionada Ley 5/2021, que introducen modificaciones relevantes en la Ley de Sociedades de Capital. En lo que se refiere al Código de buen Gobierno de las sociedades cotizadas, se trata en puridad de una adaptación y puesta al día del Código de 2015, lo que, como se ha advertido, supone una constante en nuestro sistema y en el propio derecho comparado: los Códigos se van adaptando y revisando de manera periódica. Además, ya suelen tener previstos en el momento de su aparición los plazos en que deben ser revisados. En este caso, el Código es muy claro al definir sus objetivos y logros. Debe destacarse su elevada claridad formal, así como las detalladas explicaciones acerca de los cambios respecto a las versiones anteriores. En el propio texto introductorio del Código se explican los detalles de esa labor previa que culminó con la publicación de esta versión revisada que se presenta.

Se destaca entre las novedades más significativas del Código de 2015 un cierto cambio de sistemática para identificar los principios que están detrás de cada una de las recomendaciones, de manera que se elabora un listado de hasta 25 principios, formulados con bastante concreción y evitando duplicidades y reiteraciones. Los principios se concretan luego en las correspondientes recomendaciones sin que haya una relación exacta entre uno y otro número, pues las recomendaciones ascienden a un total de 64 (por ejemplo, el principio 25 referido a las remuneraciones se concreta en las recomendaciones 56 a 64). El Código en su revisión de 2020 se centra fundamentalmente en revisar hasta un total de 20 recomendaciones⁴⁴.

3.2. La Ley 11/2018 y la Ley 5/2021

El mismo objetivo tiene la reciente Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital y la Ley de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

La reciente publicación de la Ley 5/2021 cuya finalidad principal pero no única es la de incorporar a nuestro ordenamiento la Directiva 2017/828 nos permite examinar el estado de las mencionadas tendencias en lo que

44. Como se advierte en el propio texto, «el proceso de revisión de 2020 afectó, con diferente nivel de intensidad, a las recomendaciones 2, 4, 6, 7, 8, 14, 15, 22, 24, 37, 39, 41, 42, 45, 53, 54, 55, 59, 62 y 64».

se refiere a nuestra vigente normativa –o vigente en un futuro inmediato, dado el diferente periodo transitorio de incorporación de algunas de las novedades–.

Más allá de que la mayoría de sus previsiones sean relativas al buen gobierno, cabe apuntar el uso de la expresión Gobierno corporativo 32 veces, de las que 23 son en la Exposición de Motivos y otras 9 en el texto articulado. Tanta invocación me parece contraproducente y en algunas de las ocasiones en que se realiza innecesaria.

Una de las más llamativas es la que se hace al anunciar la nueva redacción del artículo 225.1 LSC según la cual «los administradores deberán desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario, teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos; y subordinar, en todo caso, su interés particular al interés de la empresa»⁴⁵. La Exposición de Motivos dice que se realiza «para reforzar el deber de diligencia de los administradores, en consonancia con las exigencias del buen gobierno corporativo». No parece ciertamente que esa coletilla tenga el efecto que se busca, pues introduce dudas acerca de su significado y alcance⁴⁶.

45. El texto que entró en el Congreso no contenía referencia alguna al artículo 225. Se tramitó una primera enmienda (la número 16 presentada por el Grupo Parlamentario Confederal de Unidas Podemos-En Comú Podem-Galicia en Común) en la que se realizó una propuesta de redacción: «Los administradores deberán desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario, teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos; y subordinar, en todo caso, su interés particular al interés de la empresa y, en última instancia, al interés general, de acuerdo con el artículo 128.1 de la Constitución». La justificación –el objetivo– es «dar una mayor concreción al viejo “deber de diligencia de un ordenado empresario”, especificando la vinculación de dicho deber con los objetivos que persigue la presente ley, que no son otros que el buen gobierno corporativo y la promoción de una visión de largo plazo de la empresa. Y se trata, por último, de integrar todo ello en el marco constitucional del Estado social y democrático de Derecho y en el papel que la Constitución española atribuye a la empresa como elemento generador de riqueza individual y social».

El texto sale del Congreso incorporando la Enmienda Transaccional n.º 3 sobre la base de la enmienda número 16 y es el mismo que acaba finalmente aprobado.

46. Cfr. EMBID IRUJO, J.M., «Reforma y adaptación, una vez más, con el interés de la empresa al fondo», Rincón de Commenda, 19-04-2021, <https://www.commenda.es/rincon-de-commenda/reforma-y-adaptacion-una-vez-mas-con-el-interes-de-la-empresa-al-fondo/> y sobre el Proyecto, ALFARO, J., «Para que la ignorancia de los podemitas no haga mucho mal, vamos a estropear un precepto legal (#reformalsc)», Blog Derecho Mercantil, 2 de marzo de 2021, <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2021/03/para-que-la-ignorancia-de-los-podemitas.html> (consultadas ambas por última vez el 21-6-2021).

Sobre la cuestión, al margen de esta nueva y confusa redacción son muy interesantes las reflexiones de CORTÉS DOMINGUEZ, L.J., «El interés social y el sistema de gobierno corporativo», en AA.VV. (Coord. García de Enterría Lorenzo Velázquez J.) *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*, Civitas-Thomson Reuters, 2014, pp. 157 y ss.

También se menciona de manera muy escueta y genérica en la modificación del 529 bis LSC, que establece que los consejeros de las sociedades cotizadas deberán ser necesariamente personas físicas: se dice simplemente que «esta modificación obedece a razones de transparencia y buen gobierno corporativo». Me parecen estos dos los ejemplos más representativos, no los únicos, en los que la justificación es manifiestamente insuficiente y en la que se abusa de la invocación al gobierno corporativo.

La modificación del artículo 49 del Código de comercio también es significativa, se introduce en el artículo que lleva por rubrica Información sobre cuestiones sociales y relativas al personal el siguiente párrafo: «Relaciones sociales: organización del diálogo social, incluidos procedimientos para informar y consultar al personal y negociar con ellos; porcentaje de empleados cubiertos por convenio colectivo por país; el balance de los convenios colectivos, particularmente en el campo de la salud y la seguridad en el trabajo; mecanismos y procedimientos con los que cuenta la empresa para promover la implicación de los trabajadores en la gestión de la compañía, en términos de información, consulta y participación». La Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética contiene alguna referencia más en relación con ese nuevo artículo 49 del Código de comercio⁴⁷.

Puede mencionarse también algún ejemplo en que se incorpora a la Ley lo que era una recomendación del Código de Buen Gobierno, precedida de su correspondiente principio. Se trata en concreto de la modificación referida al régimen del derecho de suscripción preferente⁴⁸.

47. «Artículo 32. Integración del riesgo del cambio climático por entidades cuyos valores estén admitidos a negociación en mercados regulados, entidades de crédito, entidades aseguradoras y reaseguradoras y sociedades por razón de tamaño.

1. Las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados que formulen cuentas consolidadas, así como las que no estén integradas en un grupo consolidable, que estén obligadas a incluir en el informe de gestión consolidado o en el informe de gestión individual, el estado de información no financiera de acuerdo con lo previsto en el artículo 49.5 del Código de Comercio y en el artículo 262.5 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, remitirán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dentro de su informe de gestión, un informe de carácter anual en el que se haga una evaluación del impacto financiero sobre la sociedad de los riesgos asociados al cambio climático generados por la exposición a este de su actividad, incluyendo los riesgos de la transición hacia una economía sostenible y las medidas que se adopten para hacer frente a dichos riesgos».

48. La Exposición de Motivos podía haber sido más precisa pues la mera referencia a la «cierta prevención desde la perspectiva del buen gobierno» teniendo en cuenta algún ejemplo anterior no parece que Asimismo, en lo que respecta a la delegación en los administradores de la facultad de aumentar el capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, que viene siendo vista con cierta prevención desde la perspectiva del buen gobierno corporativo cuando el importe de la delegación es muy elevado, se limita a un máximo del veinte por ciento del capital (hasta ahora se aplicaba la regla general del cincuenta por ciento) y se distingue con claridad, en línea con el régimen general de la Ley de Sociedades de Capital, la figura del capital autorizado de

A partir de ahí, viene lo que es propiamente incorporación de la Directiva –con novedades requeridas y otras que son de adaptación voluntaria–.

En el marco de este breve repaso a algunos aspectos de la Ley 5/2021 me parece oportuno traer de nuevo a colación el documento *Call for Reflection on Sustainable Corporate Governance*⁴⁹ en donde se advierte de algunos defectos en el enfoque por parte de la Comisión Europea, defectos que a mi juicio se aprecian en la Ley 5/2021. Esa referencia constante a la sostenibilidad, muchas veces de manera meramente ritual puede tener efectos secundarios no deseados⁵⁰.

VI. CONSIDERACIONES SOBRE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y SU PAPEL EN EL MERCADO

La Ley 5/2021 contiene una serie de normas especialmente dirigidas a los inversores institucionales, cuya preponderancia en los mercados de capitales de todo el mundo es creciente y cada vez más fuerte. Desde el punto de vista del gobierno corporativo nos plantean dos grandes grupos de problemas. El primero de ellos tiene que ver con las discusiones acerca del papel que deben cumplir y el que realmente desempeñan. En segundo término, las preocupaciones existentes en relación con los posibles efectos anticompetitivos que puede tener la participación significativa que tienen estos fondos en compañías competidoras.

Dentro de todo este debate referido a los inversores institucionales también puede destacarse el papel –que también es cuestionado desde algunos puntos de vista– de los llamados *Stewardship Codes*, que no encuentran acogida en todas las jurisdicciones, pues a diferencia de los Códigos de Buen Gobierno no funcionan con carácter general⁵¹. La CNMV había incluido en su plan de actividades de 2020 el estudio de su posible implantación en

la mera atribución a los administradores de la facultad de fijar la fecha y otras condiciones del aumento.

En concreto se trata aquí del Principio 5: «Los administradores deben realizar un uso limitado de la facultad delegada de emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente y facilitar adecuada información a los accionistas sobre dicha utilización», principio que se traduce en la Recomendación 5.

49. Al que se ha dado difusión en <https://ecgi.global/news/call-reflection-sustainable-corporate-governance> o <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2021/04/29/a-call-for-reflection-on-sustainable-corporate-governance/> (consultadas por última vez el 21-6-2021). Cfr. *supra*, nota 43.

50. Se plantea incluso el riesgo de que se vincule la retribución meramente al cumplimiento de esos objetivos de sostenibilidad dejando de lado otros factores. Cfr. RAI-GOPAL, S., «Are Companies Tying CEO Pay To ESG Because It's Not Linked To Performance?» de 29 de abril de 2021 en <https://www.forbes.com/sites/shivaramrajgopal/2021/04/29/are-companies-tying-ceo-pay-to-esg-because-its-not-linked-to-performance/?sh=72e1db5776cd> (consultada por última vez el 21-6-2021).

51. Una reflexión acerca de la conveniencia o no de incorporar esa clase de Códigos puede verse en RINGE, W.G., «Stewardship and Shareholder Engagement in Germany» European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 501/2020, disponible

España, circunstancia que quedó pospuesta por razón de la pandemia y que ha vuelto a reaparecer en el plan de actividades de 2021⁵².

Podemos referirnos a ellos con la expresión ya consolidada de inversores institucionales y podemos ejemplificar mencionando una serie de nombres que están presentes en todos los mercados, son los *Big Three index fund managers*, *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street Global Advisor*⁵³, de fuerte presencia en el mercado norteamericano, pero también otros muchos con un papel preponderante en los mercados europeos, y naturalmente, también en el nuestro: de nuevo *Blackrock*, *Norges Bank* o *Fidelity Investments* como los tres protagonistas principales en las sociedades del IBEX35⁵⁴.

Los mencionados, y otros, comparten una línea de actuación. Adquieren porcentajes minoritarios pero significativos en muchas sociedades y desde esa posición mantienen una posición de vigilancia en favor de los intereses que representan. Desde esa perspectiva su papel cobra gran importancia, porque según manifiestan de manera reiterada, trabajan en favor de una mejora en el buen gobierno de todas esas sociedades. Ese protagonismo tiene también algunas sombras. En concreto se han manifestado dos grandes grupos de preocupaciones. Una, relativa a los efectos que pueden tener en la libre competencia esa propiedad compartida en distintas sociedades que son competidoras. La otra, la existencia de reparos a un papel que se juzga como demasiado pasivo en relación con las propuestas realizadas desde los órganos de administración que luego se debaten en las juntas generales. Ciertamente, las valoraciones no son fáciles de realizar, pero desde luego son importantes los estudios empíricos críticos con su rol, así como las refutaciones que se realizan por parte de los principales implicados.

Así, en lo referido a las preocupaciones que desde la perspectiva de defensa de la competencia suscita la llamada *common ownership* existe algún debate acerca de los peligros que supone que un mismo accionista

en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3549829> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3549829> (consultada por última vez el 21-6-2021).

52. Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PlanActCNMV.aspx> (consultada por última vez el 21-6-2021). Dice textualmente (página 38) que “se valorará la elaboración de un posible código de buenas prácticas para fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas. Se realizará un estudio de los códigos más relevantes aprobados en los últimos años (como el británico o el japonés, o las buenas prácticas incluidas en los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE), con el objetivo de valorar actuaciones adicionales para fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas. Este objetivo, previsto inicialmente para 2020, se pospuso por la pandemia. De considerarse procedente, se elaborará a continuación un código de buenas prácticas [...]”.
53. BEBCHUK L., HIRST, S., «The Specter of the Giant Three» NBER Working Paper No. w25914, disponible en <https://ssrn.com/abstract=3401620> (consultada por última vez el 21-6-2021).
54. «Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas BME», julio 2020, que puede consultarse en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documentos/Estudios-Reportajes> (consultada por última vez el 21-6-2021).

tenga intereses en diversas compañías competidoras, por los efectos anti-competitivos que se puedan derivar.

En el otro ámbito, también se han realizado análisis que subrayan el papel pasivo que a menudo desempeñan estos actores en las juntas generales de las sociedades cotizadas, pues se alega que no presentan suficientes reparos o al menos matizaciones a las propuestas que se realizan desde los Consejos de administración.

En lo referido a los inversores institucionales recuerda la Exposición de Motivos que la Ley 5/2021 incorpora como novedades las disposiciones de la Directiva sobre la política de transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto.

Se modifican la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Según dice la Exposición de Motivos, «la modificación legal tiene por objeto obligar a las sociedades gestoras de estas instituciones y entidades a elaborar y publicar una política de implicación. Esta política debe explicar, entre otros aspectos, cómo integran la implicación de los accionistas en su política de inversión y cómo han ejercido, en su caso, los derechos de voto en las juntas generales de accionistas de las sociedades en las que invierten, en especial en las votaciones más importantes y, en su caso, el recurso a los servicios de asesores de voto».

Se incorporan también previsiones de la Directiva referida a los asesores de voto, (*proxy advisors*)⁵⁵, cuyo protagonismo ha sido creciente en los últimos tiempos, pues tienen un papel importante en la medida en que aconsejan cómo votar en las juntas generales de las sociedades cotizadas basándose precisamente en uno de los grandes objetivos generales de todo el movimiento de gobierno corporativo, en sentido amplio, fomentar la implicación efectiva y sostenible de los accionistas partiendo de fomentar el compromiso a medio o largo plazo, aspecto detrás del que está también la incorporación –recibida con ciertas dudas– de las acciones de lealtad a nuestra LSC, a semejanza de lo que se ha hecho en otros ordenamientos cercanos, aunque no venía exigido por la Directiva que se incorpora ni por ninguna otra norma de obligado cumplimiento⁵⁶.

55. GALLEGO CÓRCOLES, A., Asesores de voto («proxy advisors») y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas, Aranzadi, 2014 y más recientemente, ya en relación a los trabajos previos a la Ley 5/2021, ID., «Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley de modificación de la LSC y otras normas financieras», RDMV, N. 27, 2020, pp. 351 y ss.

56. FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cotrtoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, 2017 y GARCÍA DE ENTERRÍA J., Acciones de lealtad: efectos en junta, OPAs y participaciones significativas, La Ley Mercantil, n. 79, 2021.

VII. CONCLUSIONES

A modo de conclusión podemos utilizar un esquema que recuerda vagamente al de los Códigos de Buen Gobierno, realizando una serie de constataciones que creo son bastante indiscutibles que vendrían acompañada de una breve reflexión al respecto a modo de recomendación.

De manera preliminar debemos manifestar que, a pesar de algunas sombras, el balance de estos casi 30 años desde el impulso evidente que supuso el Informe Cadbury –o casi 25 desde el Informe Olivencia– debe valorarse como muy positivo.

En España, la relación particular existente entre los Códigos de Buen Gobierno (que giran en torno a la voluntariedad, a las recomendaciones y al principio cumplir o explicar) y la traslación de determinados principios a la Ley de Sociedades de Capital (o en su momento a la Ley de Sociedades Anónimas) se ha inclinado a veces hacia una conversión en normas imperativas de lo que eran meras recomendaciones. Este dato no debe considerarse como negativo en sí mismo. Sí invita, sin embargo, a advertir sobre la necesidad de ser cuidadosos y pensar bien qué se quiere realmente convertir en normas legales.

Este aspecto enlaza con una cuestión que también es especialmente destacable entre nosotros: la extensión de esas obligaciones –nacidas en el entorno concreto de las recomendaciones para sociedades cotizadas– a todo tipo de sociedades de capital. Aquí sí se han detectado problemas concretos –manifestados con especial claridad en los ejemplos de los activos esenciales y la remuneración de consejeros ejecutivos– que obligan a recomendar especial cautela al trasladar esos principios sin tener en cuenta el particular destino de esas normas.

Un elemento de particular importancia es la evolución –quizás incluso mutación– de la función del buen gobierno corporativo hacia una serie de conceptos más amplios englobados bajo denominaciones diversas que se engloban ahora en la sostenibilidad. En ese sentido, se aprecia –no solamente en España– una intrusión en la normativa societaria de una serie de objetivos –sobre cuya necesidad de cumplimiento no dudo–. Los principios, recomendaciones e incluso normas pensadas para mejorar el funcionamiento de los órganos de las sociedades cotizadas vienen dando paso en los últimos tiempos de una manera especialmente intensa a unas exigencias que no tienen que ver con la esencia del buen gobierno corporativo.

En todo este tiempo puede constatararse la medida y concreción, así como una importante reflexión y una notable elegancia de estilo en la formulación de los Principios y Recomendaciones en los Códigos de Buen Gobierno, que a menudo no encuentra correlación en su traslado a la regulación de sociedades de capital –sea solamente para las cotizadas, bien para todas–. Normas que llegan al BOE sin la necesaria justificación –ni siquiera formal, pues a veces son fruto de enmiendas transaccionales no explicadas

o –quizás peor– introducidas en la LSC con alegaciones manifiestamente insuficientes o remisiones puramente formales a las “razones de buen gobierno corporativo”, que no pueden convertirse en una invocación ritual vacía de contenido. El *quo vadis* del título quizás pueda cerrarse con una advertencia: *caveat*.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO, J., «La retribución de los consejeros ejecutivos y los estatutos sociales», Blog Almacén de Derecho, 5 de marzo de 2021, <https://almacenederecho.org/la-retribucion-los-consejeros-ejecutivos-los-estatutos-sociales> (consultado el 21-6-2021).
- «Para que la ignorancia de los podemitas no haga mucho mal, vamos a estropear un precepto legal (#reformalsc)», Blog Derecho Mercantil, 2 de marzo de 2021, <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2021/03/para-que-la-ignorancia-de-los-podemitas.html> (consultado el 21-6-2021).
- ARIAS VARONA, J., *La disposición de activos esenciales de sociedades en crisis*, Aranzadi, 2020.
- BEBCHUK L., HIRST, S., «The Specter of the Giant Three» NBER Working Paper No. w25914, disponible en <https://ssrn.com/abstract=3401620>.
- BEBCHUK, L., TALLARITA, R., «The Illusory Promise of Stakeholder Governance», Cornell Law Review, Volume 106, 2020, pp. 91-178, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 1052, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2020-1, disponible en <https://ssrn.com/abstract=3544978> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3544978>.
- CAMPINS VARGAS, A., «Retribución de administradores ejecutivos: dónde estamos y a dónde vamos», Blog Derecho Mercantil, 13 de agosto de 2014, <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2014/08/retribucion-de-administradores.html> (consultado el 21-6-2021).
- CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., *Presidente ejecutivo y gobierno corporativo de sociedades cotizadas en España*, Civitas, 2013.
- CHEFFINS, B.R., «Stop Blaming Milton Friedman!» (March 11, 2020). University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 9/2020, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 523/2020, <https://ssrn.com/abstract=3552950> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3552950>.
- «The History of Corporate Governance» en *Oxford Handbook of Corporate Governance*, M. Wright, D. Siegel, K. Keasey, I. Filatotchev, eds., Oxford University Press, 2013, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 54/2011, ECGI – Law Working Paper No. 184/2012.
- «The Rise of Corporate Governance in the U.K.: When and Why», University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 18/2015, ECGI – Law Working Paper No. 293/2015.

- CORTÉS DOMINGUEZ, L.J., «El interés social y el sistema de gobierno corporativo», en AA.VV. (Coord. García de Enterría Lorenzo Velázquez J.) *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*, Civitas-Thomson Reuters, 2014, pp. 157 y ss.
- EMBED IRUJO, J.M., «Aproximación al significado jurídico de la responsabilidad social corporativa», RDM, 316, 2020, pp. 1 y ss.
- «Reforma y adaptación, una vez más, con el interés de la empresa al fondo», Rincón de Commenda, 19 de abril de 2021 <https://www.commenda.es/rincon-de-commenda/reforma-y-adaptacion-una-vez-mas-con-el-interes-de-la-empresa-al-fondo/> (consultado el 21-6-2021).
- EMPARANZA SOBEJANO, A. (dir.), *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital*, Marcial Pons, 2016.
- ESTEBAN VELASCO, G., «Consejeros independientes: función y criterios de independencia en el Código Unificado de Buen Gobierno», en *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, Vol. 1, 2007, pp. 499 y ss.
- «Distribución de competencias entre la Junta General y el órgano de Administración, en particular las nuevas facultades de la Junta sobre activos esenciales», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., ESTEBAN VELASCO, G. y SÁNCHEZ ALVAREZ, M.M., *Estudios sobre Derecho de Sociedades: «Liber Amicorum» Profesor Luis Fernández de la Gándara I*, 2016, pp. 113 y ss.
 - «Buen gobierno, fin/interés social y responsabilidad social corporativa. Hacia un modelo de gobierno corporativo socialmente responsable», en RONCERO SÁNCHEZ, A., (Coord.) *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, vol. 1, Aranzadi, 2019, pp. 969 y ss.
- FERNANDEZ DEL POZO, L., «Aproximación a la categoría de “operaciones sobre activos esenciales”, cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [arts. 160 f) y 511 bis LSC]», *La Ley mercantil*, n.º 11, febrero 2015, pp. 24 y ss.
- FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cotrtoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, 2017.
- GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de voto («proxy advisors») y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas*, Aranzadi, 2014.
- «Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley de modificación de la LSC y otras normas financieras», RDMV, N. 27, 2020, pp. 351 y ss.
- GARCÍA CRUCES J.A. (dir.), MORALEJO MENÉNDEZ. I., (coord.), *La gobernanza de las sociedades no cotizadas*, Tirant lo Blanch, 2020.
- GARCÍA DE ENTERRÍA J., «Acciones de lealtad: efectos en junta, OPAs y participaciones significativas», *La Ley Mercantil*, n. 79, 2021.

- GONDRÁ ROMERO, J.M., «100 años de debate sobre el ‘gobierno corporativo’: La importancia del contexto», *RdS*, n. 52, 2018.
- GUERRERO LEBRÓN, J.M., «La competencia de la Junta General en las operaciones relativas a activos esenciales. Artículo 160 f) Ley de Sociedades de Capital», *RDM* n. 298, 2015, pp. 183 y ss.
- HIERRO ANIBARRO, S., *Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas*, Marcial Pons, 2014.
- HOPT, K.J., «Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation», *American Journal of Comparative Law*, Vol. 59, p. 1, January 2011, ECGI Law Working Paper No. 170/2011, consultado en SSRN <https://ssrn.com/abstract=1713750>.
- JUSTE MENCÍA, J., (coord.), *Comentario de la reforma del Régimen de las Sociedades de Capital en materia de Gobierno Corporativo (Ley 31/2014) sociedades no cotizadas*, Thomson Reuters-Civitas, 2015.
- JUSTE MENCÍA, J. y CAMPINS VARGAS, A., «Interpretación del régimen legal de retribución de administradores. A propósito de la STS de 26 de febrero de 2018», *RdS*, n. 53, 2018.
- KAPLAN, S., «The Enduring Wisdom of Milton Friedman», <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/09/30/the-enduring-wisdom-of-milton-friedman/>, (consultado el 21-6-2021).
- LIPTON, M., «Milton Friedman’s Essay and the True Purpose of the Business Corporation» <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/09/18/milton-friedmans-essay-and-the-true-purpose-of-the-business-corporation/> (consultado el 21-6-2021).
- «Was Milton Friedman Right about Shareholder Capitalism?» <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/04/21/was-milton-friedman-right-about-shareholder-capitalism/> (consultado el 21-6-2021).
- MARCOS FERNÁNDEZ, F., SÁNCHEZ GRAELLS, A., «Necesidad y sentido de los consejeros independientes. Dificultades para el trasplante al derecho de las sociedades cotizadas españolas», *RDM*, n. 268, 2008, pp. 499 y ss.
- MAYER, C., «The Future of the Corporation and the Economics of Purpose» European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 710/2020, disponible en <https://ssrn.com/abstract=3731539> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3731539>.
- «Shareholderism Versus Stakeholderism – a Misconceived Contradiction. A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance” by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita» European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 522/2020, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3617847> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3617847>.

- MIQUEL RODRÍGUEZ, J., «Constancia estatutaria de la retribución de consejeros ejecutivos: Comentario a la RDGRN de 17 de junio de 2016», RdS, n. 47. 2016, pp. 315 y ss.
- «Brexít y Derecho de sociedades», en GÓRRIZ LÓPEZ, C. (Coord.), *Brexít y libertad de establecimiento. Aspectos fiscales, mercantiles y de extranjería*, Atelier, 2021, pp. 207 y ss.
- NOVAL PATO, J., ¿Los derechos humanos en la agenda del gobierno corporativo? En especial, la obligación de «due diligence», RdS, n. 60, 2020.
- PAZ-ARES, C., «Perseverare diabolicum (A propósito de la STS 26-II-2018 y la retribución de los consejeros ejecutivos)», Indret 2/2018, pp. 1 y ss.
- «El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos», Indret 1/2008.
- PÉREZ MILLÁN, D., «La competencia de la junta general respecto de operaciones sobre activos esenciales y el poder de representación de los administradores», en JUSTE MENCÍA, J. y ESPÍN GUTIÉRREZ, C. (Coord.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: liber amicorum*, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban, vol. 1, Aranzadi, 2017, pp. 323 y ss.
- RAIGOPAL, S., «Are Companies Tying CEO Pay To ESG Because It's Not Linked To Performance?» de 29 de abril de 2021 en <https://www.forbes.com/sites/shivaramrajgopal/2021/04/29/are-companies-tying-ceo-pay-to-esg-because-its-not-linked-to-performance/?sh=72e1db5776cd> (consultado el 21-6-2021).
- RECALDE CASTELLS, A., «Comentario al artículo 197 LSC», en JUSTE MENCÍA, J., (coord.), *Comentario de la reforma del Régimen de las Sociedades de Capital en materia de Gobierno Corporativo (Ley 31/2014) sociedades no cotizadas*, Thomson Reuters-Civitas, 2015.
- RINGE, W.-G., Stewardship and Shareholder Engagement in Germany (February 26, 2020). European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 501/2020, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3549829> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3549829>.
- SEQUEIRA MARTÍN, A., «El desarrollo de la responsabilidad social corporativa versus sostenibilidad, y su relación con el gobierno corporativo en las directivas comunitarias y en el derecho español de sociedades cotizadas», RdS, n. 61, 2021.

