



Universidad  
de Alcalá

# **Sostenibilidad empresarial e interés social: hacia una nueva forma de entender la sociedad anónima**

**Corporate sustainability and corporate purpose:  
towards a new vision of the corporation**

## **Máster Universitario en Acceso a la Profesión de Abogado**

Presentado por:

D. Arturo Calatayud Villalón

Dirigido por:

Dr. Dr. D. Santiago Hierro Anibarro

Alcalá de Henares, a 14 de abril de 2021



## **Resumen**

Los cambios experimentados en la estructura de las grandes sociedades cotizadas durante el siglo pasado, sumado a su creciente capacidad de influencia en el día a día de los ciudadanos, han propiciado el debate sobre cuál es el fin de las sociedades de capital. Tras un periodo de reforma centrado en la mejora del gobierno corporativo, las últimas propuestas han puesto sobre la mesa la cuestión de la sostenibilidad en el desarrollo de la actividad económica, resaltando la necesidad de tener en cuenta otros intereses aparte de los de los accionistas. Estos planteamientos hacen renacer la pregunta por el interés social y por cuáles son los intereses que los administradores han de tutelar en el desempeño del cargo. Con todo, la historia nos demuestra que la cuestión alberga un debate más amplio, relativo a la relación entre las empresas, su configuración jurídica y el desarrollo de políticas públicas por parte del Estado. En las siguientes páginas se exponen las principales propuestas teóricas, el desarrollo normativo presente y futuro y sus implicaciones, en particular, para la figura de los administradores.

## **Palabras clave**

Interés social, gobierno corporativo, sostenibilidad, responsabilidad social corporativa, Derecho de sociedades, Historia del Derecho.

## **Abstract**

The changes in the structure of large listed companies over the last century, together with their growing power to influence the day-to-day life of citizens, have led to a debate on the purpose of corporations. After a period of reforms focused on the improvement of corporate governance, the latest proposals have raised the issue of sustainability in the economic activity, pointing out the need to take into account the interests of parties other than shareholders. These new perspectives raise again the question of the corporate purpose and the interests to be taken into account by directors in the performance of their duties. However, history shows that there is a broader debate on the relationship between companies, their legal form and the development of public policies by the State. The following pages set out the main theoretical proposals, the present and future regulatory developments and their implications, particularly, for the role of directors.

## **Keywords**

Corporate purpose, Corporate Governance, Sustainability, Corporate Social Responsibility, Corporate law, Law History.

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>6</b>
<b>2. LA SOCIEDAD ANÓNIMA: NUEVOS (Y NO TAN NUEVOS) DEBATES .....</b>	<b>10</b>
2.1 TRANSFORMACIÓN ECONÓMICA Y ORGÁNICA DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA .....	10
2.2 UN ANÁLISIS ALTERNATIVO DE LA TRANSFORMACIÓN SOCIETARIA .....	14
2.2.1 <i>El papel del Estado en la génesis y desarrollo de la sociedad anónima .....</i>	<i>14</i>
2.2.2 <i>La corporación: de los gremios a las compañías privilegiadas .....</i>	<i>17</i>
2.2.3 <i>El espíritu liberal y una nueva concepción de la sociedad anónima.....</i>	<i>22</i>
2.3 LA SOSTENIBILIDAD Y LA ACCIÓN PÚBLICA DE LOS ENTES PRIVADOS .....	26
2.4 LOS INTERESES EN JUEGO EN LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL .....	27
2.4.1 <i>El interés social y la actuación de los órganos societarios.....</i>	<i>27</i>
2.4.2 <i>Los diversos enfoques sobre el interés social.....</i>	<i>30</i>
2.4.3 <i>Algunas reflexiones adicionales sobre la reforma del interés social.....</i>	<i>36</i>
<b>3. DE LA RSC A LA SOSTENIBILIDAD.....</b>	<b>37</b>
3.1 EVOLUCIÓN NORMATIVA EN ESPAÑA.....	37
3.2 LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO: ENTRE EL GOBIERNO CORPORATIVO, LA RSC Y LA SOSTENIBILIDAD .....	41
3.3 LA SENDA DE LA SOSTENIBILIDAD EN CLAVE EUROPEA.....	48
<b>4. CONCLUSIONES.....</b>	<b>52</b>
<b>5. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>54</b>

## ABREVIATURAS

<b>BOE</b>	Boletín Oficial del Estado
<b>CBG 2015</b>	Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2015
<b>CBG 2020</b>	Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2020
<b>CE</b>	Constitución Española de 1978
<b>CEO</b>	Chief Executive Officer
<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>Criterios ASG</b>	Criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo
<b>CUBG 2006</b>	Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2006
<b>EIC</b>	<i>East India Company</i> . Compañía Británica de las Indias Orientales
<b>LSC</b>	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
<b>RSC</b>	Responsabilidad Social Corporativa
<b>VOC</b>	<i>Vereenigde Oostindische Compagnie</i> . Compañía Neerlandesa de las Indias Orientales

# 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años ha surgido una corriente de profunda reflexión acerca del papel que han de desempeñar las grandes empresas en nuestra sociedad. En un momento como el actual, en el que la vida transcurre en un mundo globalizado, la aparición de riesgos tales como el cambio climático, el aumento de la desigualdad o las diferentes crisis económicas han introducido en la agenda política planteamientos que incitan a repensar nuestros modelos de producción y cómo éstos afectan a los ciudadanos. No es de extrañar que en este debate la figura de las sociedades de capital haya tomado una posición central, por ser el instrumento jurídico mediante el que, de manera preponderante, se articula la actividad económica de las empresas.

Debido a sus grandes dimensiones y al hecho de que son los agentes económicos que actúan en el mercado con un mayor impacto, la atención se ha centrado en las grandes corporaciones y, en particular, en aquellas que operan bajo la forma de sociedades cotizadas. A su alrededor han ido apareciendo conceptos tales como el buen gobierno corporativo o la responsabilidad social corporativa (en adelante, RSC), que también han suscitado el interés de otras disciplinas de las ciencias sociales, como la economía, o incluso de las humanidades, como la ética. En tiempos más recientes, a la terminología habitual del mundo empresarial se ha sumado la aparición de los criterios ASG para las inversiones responsables<sup>1</sup> y la idea, más amplia, de sostenibilidad empresarial.

Una clara manifestación de este proceso de revisión ha tenido lugar con la publicación, en agosto de 2019, del *Statement on the Purpose of a Corporation* por parte de la Business Roundtable. Mediante su comunicado, esta asociación, la cual acoge en su seno a varios CEOs de algunas de las empresas más importantes de Estados Unidos, propone replantear la finalidad que han de perseguir las empresas. De servir a los intereses de los accionistas, como había sostenido en sus manifiestos anteriores, pasa ahora a defender el compromiso con la creación de valor para todos los *stakeholders*, lo que supone añadir a la

---

<sup>1</sup> A saber, los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo, también conocidos por su acrónimo en inglés como criterios *ESG* (*Environmental, Social and Corporate Governance*).

preocupación inicial por los accionistas una nueva relativa a los intereses de otros sujetos implicados en la vida de la sociedad<sup>2</sup>.

El origen último de estos nuevos enfoques tiene su punto de partida en el trabajo de varias organizaciones internacionales. Tal es el caso, entre otros, de los principios y metas recogidos en la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible<sup>3</sup> o el Acuerdo de París<sup>4</sup>. Auspiciados ambos en el seno de las Naciones Unidas, sus planteamientos van, poco a poco, adquiriendo un creciente relieve en nuestra realidad jurídica, materializándose a través de instrumentos de diverso carácter normativo y perfilando tanto el Derecho europeo de sociedades como la legislación nacional.

Sirva como ejemplo la actualización, en junio de 2020, del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (en adelante, CBG 2020), que ha profundizado en algunos de los aspectos relacionados con la sostenibilidad corporativa, o la presentación por parte de la Comisión Europea de una hoja de ruta para la elaboración de una futura directiva sobre gobernanza empresarial sostenible. La finalidad perseguida con esta última iniciativa es integrar la sostenibilidad en los mecanismos de gobernanza empresarial y alinear los intereses a largo plazo de administradores, accionistas y *stakeholders* con los de la sociedad en su conjunto. Frente a los rendimientos financieros cortoplacistas, se quiere que las empresas aborden su impacto en cuestiones como el clima y los derechos humanos y que los administradores tengan en cuenta todos los intereses involucrados, para lo que se propone una reformulación de sus deberes<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> BUSINESS ROUNDTABLE, *Statement on the Purpose of a Corporation*, s/l, 19 de agosto de 2019 [consultado: 03 de enero de 2021]. Disponible en: <https://system.businessroundtable.org/app/uploads/sites/5/2021/02/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-February-2021-compressed.pdf>. Para una valoración crítica con el alcance real de este manifiesto, *vid.* BEBCHUK, L. A. y TALLARITA, R., “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, *Cornell Law Review*, vol. 106, núm. 1, 2020, *passim*.

<sup>3</sup> Resolución de la Asamblea General de Naciones Unidas, “Transformar nuestro mundo: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible”, A/RES/70/1, 21 de octubre de 2015, [consultado: 12 de febrero de 2021]. Disponible en: <http://undocs.org/a/res/70/1>.

<sup>4</sup> Acuerdo de París - Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, París, 12 de diciembre de 2015, [consultado: 11 de febrero de 2021]. Disponible en: [https://treaties.un.org/doc/Treaties/2016/02/20160215%2006-03%20PM/Ch\\_XXVII-7-d.pdf](https://treaties.un.org/doc/Treaties/2016/02/20160215%2006-03%20PM/Ch_XXVII-7-d.pdf).

<sup>5</sup> COMISIÓN EUROPEA, *Proposal for legislation fostering more sustainable corporate governance in companies*, Inception impact assessment - Ares(2020)4034032, 30 de julio de 2020, [consultado: 14 de noviembre de 2020]. Disponible en: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance>.

La anterior gran reforma de nuestro Derecho de sociedades, efectuada mediante la Ley 31/2014, de 3 de septiembre<sup>6</sup>, se centró en el concepto más restringido de la mejora del gobierno corporativo. Esta modificación respondía, en parte, a la necesidad de corregir los problemas detectados en la regulación societaria a raíz de la crisis financiera de 2008. Ahora, la experiencia de la pandemia de la COVID-19 ha potenciado la voluntad de desplegar políticas de mayor calado, en particular desde las instituciones europeas, para reorientar nuestras economías. En el contexto de otra gran crisis global, la sostenibilidad irrumpe en escena como protagonista y el Derecho de sociedades vuelve a afrontar su reforma.

Hasta la fecha, el gobierno corporativo y la sostenibilidad habían venido relacionándose con la RSC, pero sin llegar propiamente a formar parte del núcleo duro de ésta<sup>7</sup>. La RSC había sido tradicionalmente entendida, bien como una estrategia de gestión integral de las empresas, bien como una cuestión de sobrecumplimiento normativo, o bien como una serie de actividades de carácter filantrópico que las empresas decidían desplegar bajo las notas de voluntariedad y conexión con el interés general<sup>8</sup>. Pero ahora, cuando se habla de integrar los intereses de las empresas con los de la sociedad en su conjunto (en el sentido de la comunidad de ciudadanos en la que se insertan), y de enfocar la producción económica hacia un desarrollo sostenible a largo plazo, los límites de la RSC, por lo general no muy bien definidos, se presentan aún más borrosos.

Todos estos sucesos nos conducen a repensar el papel de la RSC y su relación con el gobierno corporativo en el marco de la gobernanza empresarial sostenible. Parece que el elemento de voluntariedad de la RSC va perdiendo fuerza, mientras que la conexión de la actividad empresarial con el interés general va en aumento. Con todo, desde un punto de vista doctrinal, estos cambios suponen, fundamentalmente, la resurrección de antiguos interrogantes sobre la finalidad de las empresas. A la vez, renuevan la importancia del

---

<sup>6</sup> Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE, 4 de diciembre de 2014, núm. 293, pp. 99793-99826).

<sup>7</sup> Vid. EMBID IRUJO, J. M. y DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law*, Boletín Oficial del Estado, Madrid, 2016, p. 38.

<sup>8</sup> *Ibid.*, pp. 29-36.



concepto de “interés social” y la pregunta por cuáles son los intereses que los administradores de las sociedades de capital deben tutelar.

Así, aunque la cuestión de la sostenibilidad está siendo planteada de manera tal que se espera que afecte a todas las áreas del Derecho, su clara relación con la idea de interés social otorga al Derecho de sociedades una posición central en el estudio de este proceso de transformación jurídica<sup>9</sup>. En este sentido, resulta necesario acometer una delimitación teórica de los patrones de conducta que han de guiar la actuación de los administradores de las empresas sostenibles y, más en particular, y por razones de seguridad jurídica, definir apropiadamente sus deberes.

Aún queda un largo camino para que la ley positiva, o en su defecto la jurisprudencia, sienta unas bases sólidas acerca de cómo entender los límites de un concepto tan difuso como es el de sostenibilidad y sus implicaciones para el gobierno corporativo. Hasta entonces, los operadores jurídicos habrán de traducir los términos indeterminados de normas, principios y recomendaciones de gobierno corporativo, RSC y sostenibilidad al terreno práctico, mediante el establecimiento de reglas y procedimientos y a través de la definición de políticas empresariales.

En el presente trabajo se esbozan algunas de las ideas principales que subyacen a este proceso de transformación. En primer lugar, se realiza un breve recorrido histórico de los cambios experimentados en las sociedades anónimas y los problemas teóricos que éstos supusieron. Se propone un análisis alternativo que toma en consideración la relación entre el Estado y las sociedades de capital en el nacimiento y desarrollo de estas últimas y que sirve para entender los cambios que afrontan en la actualidad desde una perspectiva más amplia. Tras ello, se señalan los distintos argumentos propuestos para dotar de contenido al interés social y se reflexiona sobre los retos prácticos que estos implican para la figura de los administradores. Por último, se presenta el desarrollo normativo nacional más reciente y las últimas tendencias regulatorias del Derecho de sociedades en la senda de la sostenibilidad.

---

<sup>9</sup> *Ibíd.*, pp. 45-46.

## 2. LA SOCIEDAD ANÓNIMA: NUEVOS (Y NO TAN NUEVOS) DEBATES

### 2.1 TRANSFORMACIÓN ECONÓMICA Y ORGÁNICA DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

Antes de la aparición de las grandes sociedades de capital, el mercado operaba como medio de coordinación entre los diversos productores, de manera que unos adquirirían a otros los bienes y servicios necesarios para su respectiva actividad productiva. Pero, a finales del siglo XIX, esta función de intermediación sería en gran medida internalizada por las propias empresas. Este cambio, que se vio acompañado de un periodo de gran expansión económica, impactó en la organización y en el funcionamiento interno de las empresas y se tradujo en una mayor complejidad en el desarrollo de la actividad productiva<sup>10</sup>.

Para gestionar este nuevo modo de producción las empresas acometieron un proceso de reestructuración interna. La actividad productiva se vería distribuida en diferentes departamentos y subdivisiones, a cuyo cargo estaría toda una naciente estructura jerárquica de managers y supervisores. Estos trabajadores, que presentaban un perfil cada vez más técnico y especializado, empezaron a asumir la función de dirección empresarial mientras que los accionistas iniciaron, correlativamente, un paulatino proceso de pérdida de control de su propiedad a la par que una merma en su poder de decisión<sup>11</sup>.

Como consecuencia de este contexto empresarial, la economía americana de inicios de los años 30 presencié una concentración de poder en la figura de los administradores y en los grupos de accionistas que tenían capacidad para designarlos. Mientras tanto, el derecho de propiedad, que estaba en manos de un accionariado cada vez más disperso, se convertía en una posición de mera inversión pasiva, despreocupada por la marcha de la empresa. Como se ha señalado, el propietario estaba perdiendo el control y la

---

<sup>10</sup> Vid. CHANDLER, A. D., *The Visible Hand. The Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press, Cambridge y Londres, 1977, *passim*.

<sup>11</sup> También se podría definir a un sistema económico compuesto principalmente por empresas con estas características como “*managerial capitalism*”, *vid. ibíd.*, pp. 1-11.

responsabilidad sobre su propiedad, para pasar a las manos de los administradores y del reducido grupo que, a través de ellos, controlaba la sociedad<sup>12</sup>.

La teórica armonía que otrora producía la mano invisible del mercado estaba siendo reemplazada por el poder de unos pocos que, a su vez, quedaban al cargo de sociedades cuyas actividades empresariales afectaban cada vez más a una cantidad mayor de individuos y cuyos errores o aciertos podían llegar a tener impacto sobre comunidades enteras. Gracias a las dimensiones que las sociedades anónimas abiertas estaban empezando a alcanzar, la empresa privada quedó transformada de tal manera que podía considerarse una institución social<sup>13</sup>.

Tampoco la economía europea sería ajena a este fenómeno. Pocos años antes ya se encontraban voces en el viejo continente que destacaban la desindividualización que había empezado a adquirir la propiedad con el desarrollo experimentado por la sociedad anónima. Al igual que en el país norteamericano, el accionista invertía, en muchas ocasiones, sin tener un verdadero interés o conocimiento sobre el funcionamiento de la sociedad. Este aspecto, sumado a la concentración del poder en la figura de los administradores, llevaba a una objetivación de la propia compañía, como si se tratara de una entidad intermedia entre la economía privada y el Estado. Por esta razón, y por el alto grado de autonomía que habían alcanzado, el foco de atención se desplazaba a la figura de sus administradores<sup>14</sup>.

La doctrina académica estadounidense, de la cual han sido herederos los planteamientos posteriores al respecto, respondió ante el creciente poder de los administradores indicando que las facultades que les eran conferidas a éstos debían ser ejercidas únicamente para buscar el mayor beneficio posible de los accionistas. La premisa de la que se partía para llegar a esta conclusión era sencilla: entre los administradores y los accionistas existía

---

<sup>12</sup> Vid. BERLE, A. A. y MEANS, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, Nueva York, 1933, *passim*. Como expresan los autores, "(i)t has often been said that the owner of a horse is responsible. If the horse lives he must feed it. If the horse dies he must bury it. No such responsibility attaches to a share of stock", p. 66.

<sup>13</sup> *Ibíd.*, p. 46.

<sup>14</sup> Vid. RATHENAU, W., *In Days to Come*, Alfred A. Knopf Inc., Nueva York, 1921, pp. 121 y ss. Téngase en cuenta que RATHENAU realiza en su análisis una serie de reflexiones de contenido principalmente prescriptivo sobre el papel que las sociedades anónimas debían representar en el futuro. Planteaba la posibilidad de que la sociedad anónima adquiriera plena autonomía, por ejemplo, comprando sus propias acciones, y que pasara a tener como única razón para generar beneficios la búsqueda de su renovación y expansión, sirviendo entonces su labor de producción a los intereses de la comunidad.

una relación fiduciaria que aquellos debían respetar<sup>15</sup>. Pero pronto este planteamiento sería contestado, dando inicio al debate sobre la finalidad de las sociedades mercantiles que ha inspirado las controversias mantenidas hasta nuestros días<sup>16</sup>.

La idea de que era necesario evitar que los administradores hicieran uso de su poder en beneficio propio era un punto indiscutido, pero las discrepancias surgían con la afirmación de que lo único que los administradores debían procurar era el beneficio de los accionistas. En los años 30, la opinión pública americana ya mostraba una creciente tendencia a asumir la consideración de los intereses de otros sujetos (como trabajadores, clientes o la sociedad en su conjunto) entre los fines empresariales. Por este motivo, se planteó la posibilidad de que la gran sociedad anónima fuera concebida como una institución que en su actuación debiera operar guiada, entre otros, por aquello que la comunidad esperaba de alguien que se dedicase a los negocios. Por consiguiente, en tanto que se empezaba a atribuir a las empresas una cierta función social, los administradores podrían acabar estando legitimados para tener en cuenta otros intereses aparte de los de los accionistas<sup>17</sup>.

No obstante, pronto se destacaron los inconvenientes de permitir una extensión tal de los términos de actuación de los órganos de dirección empresarial. La defensa de intereses distintos a los de los accionistas podría degenerar en un “absolutismo” por parte de los administradores. Se estaría abriendo la puerta a que, ante cualquier acción emprendida en el marco del ámbito de discreción en la gestión empresarial, los administradores pudieran encontrar siempre una excusa perfecta para justificar sus actuaciones. Frente a cualquier estrategia que no maximizara, o incluso perjudicara, los intereses de los accionistas, los

---

<sup>15</sup> A modo de ejemplo, se señalaba que “(i)t is the thesis of this essay that all powers granted to a corporation or to the management of a corporation, or to any group within the corporation, whether derived from statute or charter or both, are necessarily and at all times exercisable only for the ratable benefit of all the shareholders”, *vid.* BERLE, A. A., “Corporate Powers as Powers in Trust”, *Harvard Law Review*, vol. 44, núm. 7, 1931, p. 1049.

<sup>16</sup> A saber, el debate BERLE-DODD, en el cual se sitúa tradicionalmente el origen doctrinal, *vid.* GELTER, M., “Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light”, *N.Y.U. Journal of Law and Business*, vol. 7, núm. 2, 2011, pp. 668-672; WEINER, J. L., “The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation”, *Columbia Law Review*, vol. 64, núm. 8, 1964, *passim*.

<sup>17</sup> DODD, E. M., “For Whom Are Corporate Managers Trustees?”, *Harvard Law Review*, vol. 45, núm. 7, 1932. Señalaba DODD que “there is in fact a growing feeling not only that business has responsibilities to the community but that our corporate managers who control business should voluntarily and without waiting for legal compulsion manage it in such a way as to fulfill those responsibilities”, p. 1152-1153.

administradores podrían argüir que fue adoptada en atención a los intereses de otros *stakeholders*<sup>18</sup>.

Como se puede observar, por entonces los términos de la discusión eran distintos a los actuales. El principal problema radicaba en el poder de los administradores y su relación con los accionistas. Es decir, se trataba fundamentalmente de una cuestión de gobierno corporativo, entendiendo por tal la regulación de las relaciones entre los distintos órganos societarios. Pero la preocupación por terceros sujetos eventualmente implicados en la vida de la sociedad no tendría una sustantividad propia como fenómeno objeto de estudio por parte de la doctrina académica hasta mucho más tarde<sup>19</sup>.

A pesar de esta limitación teórica, lo cierto es que como hecho histórico no hemos de esperar a la aparición de la moderna RSC para encontrar empresas que mostrasen un especial compromiso con la sociedad. El siglo XIX fue testigo, tanto en Estados Unidos como en Europa, de empresas que emprendían acciones filantrópicas, voluntarias, dirigidas a las comunidades en las que desplegaban su actividad empresarial<sup>20</sup>. Años después, la RSC vendría únicamente a dotar de una categoría bajo la que englobar a este

---

<sup>18</sup> Vid. BERLE, A. A., "For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note", *Harvard Law Review*, vol. 45, núm. 8, 1932, p. 1372. Por sus planteamientos, se suele identificar a BERLE con aquella corriente que aboga por que los fines de la empresa sean exclusivamente la maximización del valor para sus accionistas. Nos referimos al *shareholder primacy* (vid. *infra*. 2.4.2.1.). Pero lo cierto es que éste no descartaba en absoluto que la preocupación por los intereses de otros sujetos pudiera llegar a impregnar la realidad societaria. Simplemente consideraba que, por entonces, no estaban presentes los arreglos legales e institucionales necesarios para ello, vid. *ibíd.* pp. 1371-1372. Por el contrario, se ha querido identificar a DODD como defensor del *stakeholder primacy* (vid. *infra*. 2.4.2.2.). Con todo, esta división no es del todo ajustada a la realidad, ni por los términos en los que se desarrollaron sus debates, ni por lo que se desprende de sus textos, ni se sostiene a la luz del intercambio de ideas posterior que tuvo lugar entre ambos, vid. WEINER, J. L., "The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation", *op. cit.*, *passim*.

<sup>19</sup> Lo que podría deberse a su tradicional carácter voluntario y, según ciertos planteamientos, ajeno al ordenamiento jurídico, vid. EMBID IRUJO, J. M., "Aproximación al significado jurídico de la responsabilidad social corporativa", *Revista de derecho mercantil*, núm. 316, 2020, pp. 12-13; EMBID IRUJO, J. M. y DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social corporativa...*, *op. cit.*, pp. 21-23.

<sup>20</sup> Vid. DAVOUDI, L., MCKENNA, C. y OLEGARIO, R., "The historical role of the corporation in society", *Journal of the British Academy*, vol. 6, núm. 1, 2018, p. 35; PÉREZ CARRILLO, E., "Corporate Governance: Shareholders' Interests and Other Stakeholders' Interests", *Corporate Ownership & Control*, vol. 4, núm. 4, 2007, p. 96. Este fenómeno es vinculado por DAVOUDI et al. a la aparición de *general incorporation acts* y la liberalización en la constitución de sociedades. Como se expone a continuación (vid. *infra*. 2.2.3.), otrora las corporaciones nacían como consecuencia de un acto del poder político e iban vinculadas a una actividad con una finalidad pública o de provisión a la comunidad de algún bien de interés general. Pero durante el siglo XIX la creación de corporaciones (o, en nuestros términos, sociedades anónimas) se "privatizó" y se hizo extensiva a todo tipo de actividades. Así pues, como señalan los autores, ciertas empresas mantuvieron, de alguna manera, dicha contribución a sus comunidades.

fenómeno, que sería cada vez más común, especialmente en el elenco de actividades desplegadas por las sociedades de mayores dimensiones.

Pero la extensión y la rápida evolución de la RSC experimentadas en los últimos años nos hacen preguntarnos si la categoría podría haber sido superada incluso antes de que se haya llegado a sistematizar su tratamiento jurídico. Los constantes intentos de juridificar la RSC la han ido alejando cada vez más de su componente principal: la voluntariedad. Como se analiza en las páginas siguientes, la tendencia legislativa parece haber adoptado una clara dirección mediante la introducción de la idea de sostenibilidad, lo que puede suponer un paso más en la vinculación de la actividad empresarial a cuestiones que han sido tradicionalmente consideradas como ajenas a su objeto.

Ahora bien, la falta de concreción práctica que el concepto de sostenibilidad alberga hace difícil prever cómo se traducirá a derechos y obligaciones específicas, lo que no deja de generar cierta inseguridad jurídica al respecto. Mientras tanto, se habrán de tomar todas las cautelas, sobre todo si acaba por tener lugar una verdadera juridificación que implique riesgos para las empresas y sus administradores, tales como nuevos supuestos de responsabilidad de los órganos societarios o la posible invalidez de determinados actos que éstos adopten. Por otro lado, los operadores jurídicos no deben perder de vista que, de terminar consagrándose esta tendencia, la concepción clásica de las grandes sociedades anónimas podría llegar a su fin<sup>21</sup>.

## 2.2 UN ANÁLISIS ALTERNATIVO DE LA TRANSFORMACIÓN SOCIETARIA

### 2.2.1 *El papel del Estado en la génesis y desarrollo de la sociedad anónima*

El análisis de los cambios experimentados por la gran empresa se puede efectuar desde un punto de vista alternativo, más amplio, que atienda a la génesis histórica de la institución de la sociedad anónima y que ponga de relieve las razones que propiciaron que las sociedades de capital tengan los atributos jurídicos que presentan en la actualidad. Cuando en el momento presente se habla de la necesidad de que las grandes empresas sean también “sostenibles”, se plantea este aspecto como una característica más que han

---

<sup>21</sup> Nótese que no les corresponde a los juristas decir cómo debería ser la configuración del orden socioeconómico. Esa es una cuestión que le corresponde a los miembros del poder legislativo y al mundo de la política. No obstante, sí que es tarea de los operadores jurídico el advertir las incongruencias y los problemas que ciertas medidas pueden suponer en atención a la sistemática del ordenamiento jurídico.

de presentar las sociedades de capital en su configuración. Por este motivo, a la luz de los cambios que éstas experimentaron en el pasado podremos entender mejor los cambios jurídicos a los que se enfrentan en el presente.

Aunque este trabajo se centra en la figura de la sociedad anónima, la cual es expresión de las estructuras empresariales más complejas tanto en términos legales como económicos, se ha de destacar que en el ejercicio de retrospección histórica propuesto no se hará alusión únicamente a su historia. La aparición y desarrollo de las sociedades de capital cerradas es un subproducto del devenir de la sociedad anónima, siendo ilustrativo el hecho de que la regulación de éstas fuera mucho más tardía, como resultado de la aplicación de la exitosa estructura corporativa de las sociedades anónimas a empresas que, hasta entonces, bien no presentaban la necesidad de recurrir a financiadores externos, bien podían desarrollarse perfectamente a través de sociedades de base personalista o mediante un condominio sobre los medios de producción<sup>22</sup>.

En primer lugar, entre las características actuales de las sociedades de capital destaca que presentan una personalidad jurídica clara, lo que les permite tener un patrimonio propio que opera a modo de garantía para sus acreedores, pero que, no obstante, es inatacable por los acreedores de sus accionistas (*entity shielding*), a la vez que es indisponible para los accionistas mismos (*liquidation protection*). En segundo lugar, la actuación en el mercado a través del uso de una sociedad de capital permite a sus socios mantener una “responsabilidad limitada”, lo que aminora enormemente el riesgo de cualquier inversión empresarial. En tercer lugar, la sociedad anónima permite que sus socios procedan a una “libre transmisibilidad de las acciones”, lo cual facilita la liquidez de la inversión con un

---

<sup>22</sup> Como señala ALFARO, “cuando se generaliza la utilización de la sociedad anónima como forma jurídica de cualquier tipo de empresa; cuando se desvincula de la atribución de derechos monopolísticos, *los conceptos de corporación y persona jurídica se especializan*. Esta se reserva para la unificación patrimonial y, en consecuencia, no hay razón alguna para no extender la calificación de personas jurídicas a cualquier sociedad externa (...). Lo esencial es que es la propia corporación la que ejerce el comercio. No sus miembros (...). *Una vez que la sociedad anónima se utiliza para organizar empresas en las que no es necesaria financiación externa de los activos fijos* (esa es la función inicial específica de la sociedad anónima) nada impide a los particulares utilizarla para organizar empresas en las que los accionistas no son “propietarios externos” y los negocios y actividades que históricamente se habrían desarrollado a través de una sociedad de personas porque son llevados a cabo personalmente por unas cuantas personas pasan a ser desarrolladas por sociedades anónimas. *Es un viaje de ida y vuelta. Del contrato de sociedad y la copropiedad a la corporación y la persona jurídica y de ahí a la generalización de la estructura corporativa y la personalidad jurídica como formas organizativas y patrimoniales de cualesquiera empresas*”, *vid.* ALFARO, J., “El reconocimiento de la personalidad jurídica en la construcción del Derecho de Sociedades”, *InDret*, núm. 1, 2006, pp. 66-67. La cursiva es del autor.

simple cambio en la composición accionarial y sin que dicha variación afecte a las relaciones de la sociedad con terceros. Como es evidente, esta liquidez será mayor en sociedades de estructura abierta, y lo será más aún cuando sus acciones coticen en un mercado<sup>23</sup>.

Por otro lado, las sociedades de capital presentan una dirección centralizada en un consejo de administración, órgano encargado de las relaciones con terceros y de la gestión social, que es elegido por los accionistas. En algunos ordenamientos este órgano podrá presentar un carácter bicéfalo, en el caso de que exista la posibilidad de articular un consejo supervisor junto con el consejo de administración en sentido estricto. Además, pueden designarse consejeros delegados o ejecutivos para una gestión más ágil. Junto a ello, hay una designación de quién puede disponer de los bienes de la sociedad y quiénes estarán legitimados para defenderla judicialmente. Por último, se considera que la propiedad de la sociedad es de sus accionistas, titularidad entendida como facultad de ejercer cierto control sobre la sociedad y la posibilidad de participar en los eventuales beneficios empresariales<sup>24</sup>.

A pesar de estar asentadas en los ordenamientos jurídicos de los países de nuestro entorno, lo cierto es que estas características no han acompañado siempre a las sociedades de capital a lo largo de la historia. Su aparición ha sido fruto de la evolución de instituciones previas, las cuales han ido mutando en función de las necesidades políticas, económicas y sociales de cada momento. Como no podría ser de otro modo, por ser algo consustancial a la vida en sociedad, estos mismos condicionantes están presentes en la actualidad y han de ser tenidos en cuenta para entender mejor los debates acerca del interés social de las grandes sociedades anónimas.

Conocer el origen de los cambios jurídicos y conceptuales experimentados por la sociedad anónima nos ayuda a tener en cuenta factores que en un primer momento podrían verse omitidos en nuestro análisis. Tal es el caso de la influencia del Estado, no sólo como institución de la que emana la regulación societaria, sino también como agente ordenador de la economía nacional. Respecto a este segundo aspecto, se ha de destacar que el Estado,

---

<sup>23</sup> *Id.* ARMOUR, J., HANSMANN, H., KRAAKMAN, R., y PARGENDLER, M., “What Is Corporate Law?”, *op. cit.*, pp. 5-15.

<sup>24</sup> *Ibíd.*



en múltiples ocasiones a lo largo de la historia, se ha valido de sujetos privados para ejecutar decisiones de política económica nacional y para desarrollar actividades relacionadas con el interés general.

Esta instrumentalización tuvo un impacto determinante en la aparición de las sociedades anónimas y de sus características básicas actuales, pudiendo ser entendida de manera análoga la reconceptualización del interés social a la luz de la idea de sostenibilidad. Así, debido a la incapacidad de los Estados de aplicar eficazmente determinadas políticas públicas, el legislador se estaría viendo forzado a recurrir al Derecho de sociedades para que sean, entre otras, las grandes sociedades de capital (y, en particular, las cotizadas), las encargadas de desplegarlas. Pero, como hemos adelantado, este acontecimiento, lejos de ser novedoso, no es más que otra manifestación de la interrelación de intereses públicos y agentes privados, del Estado y de las sociedades de capital, la cual ha estado siempre presente, en mayor o menor grado, a lo largo de la historia del Derecho.

### 2.2.2 *La corporación: de los gremios a las compañías privilegiadas*

El origen de las instituciones que acabarían dando lugar con el paso del tiempo a la moderna sociedad de capital se puede situar temporalmente a finales de la Edad Media. Hasta entonces, el comercio en Europa era realizado de manera conjunta a través de negocios jurídicos de carácter asociativo, de tipo colectivo y comanditario<sup>25</sup>. Así, junto con el ejercicio del comercio de forma individual, su ejercicio en común se desplegaba a través de relaciones contractuales entre comerciantes, donde las partes, o al menos una de ellas, aportaban su trabajo y se involucraban en la dirección de la actividad empresarial. Además, estos comerciantes se presentaban al mercado en nombre propio y no como representantes de una colectividad.

El primer paso hacia la sociedad actual tuvo lugar durante la Baja Edad Media con la aparición de la figura de la corporación. La idea de corporación vendría a introducir en el mundo jurídico medieval la categoría de *persona ficta*, a saber, la de un ente distinto a la mera conjunción de los miembros que la componen. Aunque son varias las teorías propuestas para explicar su nacimiento, las tesis dominantes sostienen que su aparición

---

<sup>25</sup> Vid. MATILLA QUIZA, M. J., “Las compañías privilegiadas en la España del Antiguo Régimen”, en ARTOLA, M. (Ed.), *La economía española al final del Antiguo Régimen. IV. Instituciones*, vol. IV, Alianza Editorial - Banco de España, Madrid, 1982, pp. 272-273.

se debió al Derecho canónico y común, imbuidos por la recepción del Derecho romano. Su sustrato teórico serviría, tiempo después, para la constitución de corporaciones como las universidades, colegios, ciudades y gremios, que poseerían una personalidad, en ese sentido, propia e independiente de sus integrantes<sup>26</sup>.

Entre las nuevas instituciones que aprovecharon la forma de la corporación destacan los gremios, con un papel muy relevante en la economía tardomedieval. De forma muy distinta a como hoy se entienden las sociedades mercantiles, los gremios no eran un mero instrumento de captación de capitales para el ejercicio del comercio, sino que servían como una institución que aglutinaba a comerciantes y regulaba su actividad. Pero estos comerciantes desplegaban su actividad comercial por cuenta propia y por sí mismos.

La pertenencia a un gremio requería detentar cierto estatus socioeconómico e implicaba la sujeción a una serie de normas y disciplinas internas. Además, estos gremios gozaban privilegios en favor de sus miembros, como eran derechos de exclusividad sobre el comercio en determinados territorios o monopolios comerciales, que se garantizaban por el gobierno municipal o niveles superiores de gobierno, o eran, simplemente, respaldados por normas sociales reconocidas por la comunidad en la que desarrollaban su actividad<sup>27</sup>.

La actividad desarrollada en el seno de los gremios tendría un marcado carácter público, pues no era extraño encontrar entre los fines de las corporaciones cuestiones tan dispares como la instrucción de sus miembros, la realización de funciones de administración civil o la gestión y provisión de bienes o de servicios a los miembros de la comunidad. Los gremios también llevarían a cabo estas tareas, respecto de los comerciantes asociados y en relación con el gobierno de la ciudad a la que estuvieran adscritos, lo que de alguna manera se veía como la contrapartida a los monopolios que disfrutaban en el tráfico comercial<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> Vid. HARRIS, R., "Trading with strangers: the corporate form in the move from municipal governance to overseas trade", en WELLS, H. (Ed.), *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, Edward Elgar, Cheltenham y Northampton, 2018, pp. 89-92. En el mismo sentido, vid. DAVOUDI, L., MCKENNA, C. y OLEGARIO, R., "The historical role of the corporation in society", *op. cit.*, pp. 20-29.

<sup>27</sup> Vid. HARRIS, R., "Trading with strangers...", *op. cit.*, pp. 88-92; OGILVIE, S., "The Economics of Guilds", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, núm. 4, 2014, pp. 170-177.

<sup>28</sup> Vid. DAVOUDI, L., MCKENNA, C. y OLEGARIO, R., "The historical role of the corporation in society", *op. cit.*, pp. 26-27.

Más tarde, la expansión del comercio a larga distancia en Europa empujó a los gremios a ampliar su área de influencia más allá de las ciudades y a controlar el régimen de intercambios y precios en mayor medida. Este comercio extranjero sería un factor de unión de ciudades, de gremios y de mercaderes durante los siglos XII, XIII y XIV, lo que propició la aparición de asociaciones, denominadas *hansas*, cuyo mayor exponente fue la Liga Hanseática<sup>29</sup>. En Gran Bretaña se encontrarán asociaciones de mercaderes similares, las cuales, bajo una cédula real o *charter*, disfrutaban igualmente de privilegios comerciales. Un ejemplo de ello fue la *Company of Merchants of the Staple of England*, nacida a inicios del siglo XIV, y, más tarde, en el siglo XV, los *Merchant Adventurers of England*<sup>30</sup>.

No obstante, durante el siglo XVI estas asociaciones de comerciantes de carácter gremial experimentaron un declive importante, especialmente en el norte de Europa y en Reino Unido. Con todo, no se trató de una decadencia generalizada de la figura de los gremios, pues éstos pervivirían en otras zonas de Europa con distintos niveles de relevancia e implicación en la vida comercial. Tal fue el caso de España y Portugal, donde los gremios tuvieron un importante papel incluso en el posterior desarrollo del comercio transatlántico. De hecho, estos países llegarían a mantener sus “consulados” hasta el siglo XIX<sup>31</sup>.

A finales del siglo XVI comenzaría una paulatina transición de figuras propiamente medievales hacia las modernas compañías de comercio. Este proceso tendría lugar, en un primer momento, con el nacimiento de las corporaciones reguladas (*regulated companies*), en esencia muy similares a los gremios. Y continuaría, más tarde, con la aparición de las compañías privilegiadas (adjetivadas como *chartered* o *joint-stock*) para el comercio intercontinental. A diferencia de otras formas previas del ejercicio del comercio, la compañía privilegiada permitía la participación empresarial con la simple compra de sus acciones, sin necesidad de pertenecer a un grupo particular de mercaderes

---

<sup>29</sup> Vid. HECKSCHER, E. F., *Mercantilism*, vol. I, George Allen & Unwid Ltd., Londres, 1935, pp. 326-328.

<sup>30</sup> *Ibid.*, pp. 327-331; OGILVIE, S., *Institutions and European Trade. Merchant Guilds, 1000-1800*, Cambridge University Press, Cambridge, 2011, p. 30.

<sup>31</sup> Vid. OGILVIE, S., “The Economics of Guilds”, *op. cit.*, pp. 171-172. En otras partes de Europa los gremios experimentaron un destino distinto, sobreviviendo al final de la Edad Media y jugando distintos papeles en el posterior desarrollo económico de los diferentes países europeos. En Inglaterra y Holanda los gremios no desaparecieron, pero fueron reduciendo sus actividades a eventos sociales, *vid.* OGILVIE, S., *Institutions and European Trade...*, *op. cit.*, p 32-33.

o gremio. Junto a esta innovación, apareció una de las características fundamentales de las sociedades mercantiles actuales: la compañía privilegiada comerciaba de forma colectiva y con entidad propia. Pero lo haría manteniendo la herencia gremial en lo que a privilegios comerciales y monopolios respecta<sup>32</sup>.

En un primer momento las compañías privilegiadas no produjeron grandes resultados. Posteriormente, la *East India Company* (también conocida como EIC o Compañía Británica de las Indias Orientales, 1600) y la *Vereenigde Oostindische Compagnie* (VOC o Compañía Neerlandesa de las Indias Orientales, 1602) adquirirían un gran éxito, demostrando ser un instrumento útil para el desarrollo del comercio en común y pasando a la historia como los dos precedentes más relevantes de la futura sociedad anónima<sup>33</sup>.

Por entonces, el comercio exterior por vía marítima de larga distancia presentaba un gran riesgo y requería unas necesidades de capital elevadas que los propios comerciantes no podían costear. Precisamente, estas compañías nacieron para atajar estos problemas de riesgo y de capitalización, para lo cual se emitieron acciones que atrajeron a un gran número de pequeños inversores, muchos de ellos ajenos a la actividad mercante. El resultado fue el inicio del ejercicio del comercio junto a extraños, pasando de una colaboración de carácter familiar o entre círculos cercanos a una cooperación con completos desconocidos no comerciantes<sup>34</sup>.

Con todo, para comprender el éxito de las compañías privilegiadas, no hay que perder de vista que el proceso de construcción del Estado moderno se encontraba en sus inicios. Ni tampoco pasar por alto las ideas por entonces imperantes en el ámbito del pensamiento económico. En consonancia con los planteamientos mercantilistas de los siglos XVI, XVII y principios del XVIII, las distintas monarquías se valieron de las compañías privilegiadas para aumentar la riqueza de los nacientes Estados-nación. En la

---

<sup>32</sup> En las compañías reguladas, así como en las formas previas de ejercicio del comercio, los comerciantes comerciaban en nombre propio aunque se rigieran por normas comunes acordadas por el gremio, *vid.* OGILVIE, S., *Institutions and European Trade...*, *op. cit.*, pp. 36-37. Por otro lado, y al igual que OGILVIE, señala HARRIS que las *regulated companies* eran herederas de la estructura gremial medieval. Como en los gremios, sus miembros compartían infraestructura, se sujetaban a unas normas interna y comerciaban en nombre propio, *vid.* HARRIS, R., “Trading with strangers...”, *op. cit.*, p. 93.

<sup>33</sup> Para un estudio de las diferentes características y el distinto desarrollo de la EIC y la VOC, *vid.* HARRIS, R., “Trading with strangers...”, *op. cit.*, *passim* y, de manera más resumida, *vid.* ALFARO, J., “El reconocimiento de la personalidad jurídica...”, *op. cit.*, pp. 67-83.

<sup>34</sup> *Vid.* HARRIS, R., “Trading with strangers...”, *op. cit.*, p. 105.

conurrencia de intereses públicos y privados, las compañías coloniales servirían no sólo como un medio para el despliegue de la actividad comercial, sino también como una herramienta de conquista territorial<sup>35</sup>, llegando incluso a tener bajo su mando ejércitos propios<sup>36</sup>. En particular, la colonización de América impulsaría el uso de este tipo de compañías privilegiadas, encontrando compañías por acciones en España, Portugal y Francia para el comercio de ultramar durante todo el siglo XVII y XVIII<sup>37</sup>.

El Estado no presentaba aún unas características modernas; no era una institución capaz de mantener en un territorio delimitado el monopolio legítimo de la fuerza a través de un aparato administrativo<sup>38</sup>. Por esta razón, los Estados de la época mercantilista se valieron de las compañías para llevar a cabo actividades que, en principio, entraban dentro de las competencias de la autoridad pública. En otras palabras, las necesidades que se les presentaban a las monarquías europeas, pasadas por el tamiz de las ideas mercantilistas, empujaron a éstas a utilizar medios privados como instrumentos de política nacional<sup>39</sup>.

Pero durante el siglo XVIII se pondrían de manifiesto ciertos problemas asociados a la popularización de las sociedades por acciones en el plano económico. En Inglaterra proliferaron las *unincorporated companies*, las cuales, valiéndose de la estructura que les proporcionaban los *trusts*, operaban como si de compañías por acciones se tratara. Como respuesta, pero sobre todo para defender los privilegios de las compañías privilegiadas debidamente incorporadas, las cuales poseían licencia para comerciar gracias a un *charter*, se promulgó la *Bubble Act* (1720). Poco después, ese mismo año, estallaría la burbuja de la *South Sea Company*. Y, por otro lado, en Europa continental el *Banque Royale* de John Law y la *Compagnie du Mississippi* se derrumbarían, poniendo estos sucesos de manifiesto los peligros especulativos de las acciones<sup>40</sup>.

---

<sup>35</sup> Vid. ASCARELLI, T., *Principios y problemas de las sociedades anónimas*, Imprenta universitaria, México, 1951, pp. 8-9.

<sup>36</sup> Vid. DAVOUDI, L., MCKENNA, C. y OLEGARIO, R., “The historical role of the corporation in society”, *op. cit.*, pp. 29-30.

<sup>37</sup> Vid. VARELA, L. V., *La intervención de los gobiernos en las sociedades anónimas*, J. Lajouane & Cía. Editores, Buenos Aires, 1908, pp. 132-133.

<sup>38</sup> Usando la definición clásica weberiana, *vid.* WEBER, M., *Economía y sociedad. Esbozo de sociología comprensiva*, Fondo de Cultura Económica, Madrid, 2002, pp. 43-44.

<sup>39</sup> Vid. HECKSCHER, E. F., *Mercantilism, op. cit.*, pp. 454-455.

<sup>40</sup> Vid. STERN, P. J., “The Corporation in History”, en BAARS, G. y SPICER, A. (Eds.), *The Corporation. A Critical, Multi-Disciplinary Handbook*, Cambridge University Press, Cambridge, 2017, pp. 26-27; VARELA, L. V., *La intervención de los gobiernos en las sociedades anónimas, op. cit.*, p. 133.

### 2.2.3 *El espíritu liberal y una nueva concepción de la sociedad anónima*

Durante el siglo XVIII, Inglaterra sería testigo de un gran aumento en el uso de las *joint stock companies*. Este crecimiento se vio favorecido por los efectos positivos, en términos de expansión de la actividad económica, de la Revolución Industrial y, en particular, a la mayor necesidad de capital a raíz de la innovación tecnológica en el desarrollo de nuevos medios de producción. Entre otros, destacaba el uso de sociedades por acciones para la creación de canales, minas o ferrocarriles y para el establecimiento de entidades bancarias o aseguradoras<sup>41</sup>.

Junto a la presencia en el mundo empresarial de las *joint stock companies* debidamente incorporadas y las *partnerships*, las cuales nunca dejaron de ser un medio habitual de ejercicio del comercio, proliferaron las compañías que se encontraban *unincorporated*. A pesar de la prohibición que se había establecido mediante la *Bubble Act* (1720) a la creación de nuevas *joint stock companies* que no contaran con el correspondiente *charter*, el uso de *unincorporated companies* fue cada vez más común, llegando incluso a recibir cobertura por parte de la jurisprudencia en muchos casos<sup>42</sup>. De alguna manera, el desarrollo económico había sobrepasado a la regulación societaria.

Otro fenómeno acaecido durante el siglo XVIII fue el inicio del camino hacia la privatización en la creación de estas *joint stock companies*. Si bien no perderían todavía la vinculación con el poder político, a mediados del siglo XVIII la incorporación comenzaría a ser un atributo otorgado mediante *private acts* del Parlamento, en lugar de mediante los antiguos *charters* reales<sup>43</sup>. Con todo, esta mayor facilidad en la creación no sería aún sinónimo de una extensión de la limitación de la responsabilidad<sup>44</sup>. Ni siquiera

---

<sup>41</sup> Vid. SANTUARI, A., “The joint stock company in nineteenth century England and France: King v. Dodd and the Code de Commerce”, *The Journal of Legal History*, vol. 14, núm. 1, 1993, pp. 39-41. Estas actividades, al igual que en su día lo fue la actividad transoceánica comercial, requerían una gran cantidad de capital que se favorecía, si bien de manera mucho más atenuada, mediante el otorgamiento de monopolios, vid. ALFARO, J., “El reconocimiento de la personalidad jurídica ...”, *op. cit.*, pp. 83.

<sup>42</sup> *Ibíd.*, pp. 41-43.

<sup>43</sup> Vid. TURNER, J. D., “The development of English company law before 1900”, en WELLS, H. (Ed.), *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, Edward Elgar, Cheltenham y Northampton, 2018, pp. 128-135.

<sup>44</sup> Vid. DAVOUDI, L., MCKENNA, C. y OLEGARIO, R., “The historical role of the corporation in society”, *op. cit.*, p. 3.

en el caso de las *incorporated* empezaría a resultar clara la cuestión hasta principios del siglo XIX, momento en que dicha limitación hizo atractiva la “incorporación”<sup>45</sup>.

El pleno carácter administrativo en la constitución de *joint stock companies* llegaría a Reino Unido a través de la *Joint Stock Companies Registration and Regulation Act* (1844), aunque se excluían a ciertos sectores como era el caso de la banca. La norma sustituyó la incorporación por un mero registro administrativo, lo que facilitó aún más la posibilidad de crear una *joint stock company*. Pero aún restaba la cuestión de la limitación de la responsabilidad de los aportantes de capital. Su introducción como una característica general tuvo lugar con la *Limited Liability Act* (1855), rápidamente derogada. Pero esta limitación sería restituida poco tiempo después mediante la *Joint Stock Companies Act* (1856). El proceso culminaría con su ampliación a ciertos sectores anteriormente excluidos, como era el caso de los bancos, mediante la *Joint Stock Banking Companies to be formed on the principle of limited liability* (1858), o las aseguradoras, a través de la *Companies Act* (1862)<sup>46</sup>.

En el caso de la Europa continental, durante el siglo XVIII se recurriría a la figura de las “sociedades por acciones”, institución predecesora de las modernas sociedades anónimas; para encontrar la regulación de éstas últimas habría que esperar al siglo siguiente y al fenómeno de la codificación<sup>47</sup>. Así, aunque las sociedades por acciones no mantenían privilegios como las compañías privilegiadas, y menos aún gozaban del beneficio de la limitación de la responsabilidad, sí que poseían el resto de los elementos característicos, lo que las hacía un instrumento interesante para la inversión empresarial<sup>48</sup>.

El punto de referencia tomado para su desarrollo jurídico posterior fue Francia. Durante los años posteriores a la Revolución de 1789 tuvieron lugar ciertas prohibiciones de la sociedad por acciones al ser vista como un resquicio de privilegios heredados del Antiguo Régimen. Se prohibieron mediante el Decreto de 26 de Germinal del año II (1794),

---

<sup>45</sup> Vid. TURNER, J. D., “The development of English company law before 1900”, *op. cit.*, pp. 128-131.

<sup>46</sup> *Ibíd.*, pp. 128-135.

<sup>47</sup> Vid. MARTÍNEZ GILÓN, J., “Las sociedades por acciones en el Derecho español del siglo XVIII”, *Revista del Instituto de Historia del Derecho Ricardo Levene*, vol. 19, 1968, p. 68. Como señala el autor, durante los siglos XVII y XVIII se conocería como *anónimas* o *anómalas* aquellas de base personalista pero que aparecerían ocultas en el tráfico.

<sup>48</sup> Vid. GIRÓN TENA, J., “Las sociedades mercantiles en el Código de Comercio”, en VV.AA., *Centenario del Código de Comercio*, vol. I, Ministerio de Justicia, Madrid, 1986, pp. 178-179; HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de la sociedad anónima en España*, Tecnos, Madrid, 1998, pp. 41-42.

medida derogada dos años más tarde a través del Decreto de 30 de Brumario del año IV. Ya desprovista de cualquier residuo que la relacionase con antiguos privilegios, el *Code de Commerce* (1807) situó a la codificada sociedad anónima al lado de otras figuras ordinarias de ejercicio del comercio consideradas propiamente mercantiles, como eran la sociedad colectiva y comanditaria<sup>49</sup>. Esta reubicación y división serían también las adoptadas en el proceso codificador español (1829), italiano (1865) y alemán (1861)<sup>50</sup>.

De esta manera, la codificación decimonónica serviría para consagrar dos grandes cambios en lo que respecta a nuestro objeto de estudio. Por un lado, tuvo lugar una expansión del recurso a la antigua compañía a otros sectores. Aunque esta expansión se había iniciado ya en el siglo XVII con su aplicación al ámbito bancario o asegurador, éstos, o eran sectores aún sujetos a privilegios, o presentaban particularidades propias, las cuales perderían durante el siglo XIX. Por otro, las características de las antiguas compañías de comercio se generalizaron, como también lo hizo su desarrollo posterior, a través de la extensión de sus atributos jurídicos a la sociedad por acciones y, posteriormente, a la sociedad anónima<sup>51</sup>.

En cuanto al aspecto de la limitación de la responsabilidad, ésta existía, pero no era un aspecto intrínseco a la figura misma, sino que derivaba de la autorización gubernativa a la cual debían someterse las sociedades anónimas en su creación<sup>52</sup>. En este sentido, quedaban todavía resquicios de la intervención del Estado<sup>53</sup>, jugando el poder político un papel importante en la constitución de las sociedades anónimas, de la misma manera que

---

<sup>49</sup> Vid. GIRÓN TENA, J., “Las sociedades mercantiles en el Código de Comercio”, *op. cit.*, p. 179.; SANTUARI, A., “The joint stock company in nineteenth century...”, *op. cit.*, p. 44.

<sup>50</sup> Vid. GIRÓN TENA, J., “Las sociedades mercantiles en el Código de Comercio”, *op. cit.*, p. 201; HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de la sociedad anónima en España*, *op. cit.*, p. 44; HIERRO ANIBARRO, S., “La sociedad anónima de la codificación”, *Anuario de la Facultad de Derecho - Universidad de Alcalá*, núm. 6, 1996-1997, p. 30.

<sup>51</sup> Vid. HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de la sociedad anónima en España*, *op. cit.*, pp. 39-40; HIERRO ANIBARRO, S., “La sociedad anónima de la codificación”, *op. cit.*, pp. 23-25.

<sup>52</sup> “Cette proposition qui résulte formellement du Code de commerce a été contestée à la suite d'un arrêté du gouvernement provisoire du 5 octobre 1830 qui a aboli toutes les lois qui entravaient la liberté d'association même en matière commerciale; tout ce qui résulte de cet arrêté, c'est que l'autorisation du gouvernement n'est pas nécessaire pour établir une société portant le titre et affectant la forme d'une société anonyme; mais cette société ne pourra jouir des privilèges que la loi accorde aux sociétés de l'espèce et les contractants qui s'affranchiront de l'autorisation préalable ne pourront jouir du bénéfice de l'irresponsabilité accordée par l'art. 32 du Code de commerce”, *vid.* ROLLAND DE VILLARGUES, J. J. F. (Ed.), *Dictionnaire du droit civil, commercial et criminel*, vol. VIII, 4<sup>a</sup> ed., Bruylant-Christophe & Cie Éditeura, Bruselas, 1889, p. 458.

<sup>53</sup> Vid. SANTUARI, A., “The joint stock company in nineteenth century...”, *op. cit.*, p. 48-49.



ocurría con su antepasado, la compañía privilegiada<sup>54</sup>. Esta autorización se requerirá también en otros países del entorno, como fue el caso de España<sup>55</sup>, de Alemania o de Italia.

Con todo, poco tiempo después, y en consonancia con las ideas liberales de la época, se establecería mediante normas especiales la libertad de constitución de sociedades anónimas. El nacimiento de una sociedad anónima se acabaría dejando a la libre iniciativa privada en 1867 en Francia, en 1870 en Alemania y, en 1869, en Italia y España<sup>56</sup>. Esta liberalización también tendría su manifestación propia en los nacientes ordenamientos de los estados norteamericanos. La publicación de las diversas *general incorporation acts* irían ampliando el uso de la sociedad de capital sin requerir autorización gubernamental, permitiendo además la limitación de la responsabilidad de los socios y sin la necesidad de que fueran empresas con una finalidad pública o encaminadas a la búsqueda de un interés general<sup>57</sup>.

En definitiva, el paso del Antiguo Régimen a una sociedad guiada por las ideas liberales fruto de la Ilustración implicó, en términos jurídicos, además de la aparición del Estado de Derecho, la despolitización y la privatización de la economía<sup>58</sup>. En este sentido, el

---

<sup>54</sup> “Mais comme les sociétés anonymes diffèrent des autres sociétés, en ce qu'il n'est pas nécessaire qu'il y ait des associés tenus indéfiniment de toutes les dettes sociales; comme les engagements sociaux ne produisent point de solidarité contre chaque associé; comme ces associés, même lorsqu'ils se mêlent de l'administration, ne peuvent perdre au delà de leurs mises, et que cependant ils conservent la chance de prendre part à tous les bénéfices, on a prévu tout ce que ces établissements pourraient avoir de fâcheux résultats pour les créanciers, soit par la fraude ou l'imprudence qui aurait présidé à leur organisation, soit par les suites d'une mauvaise gestion. Par ce motif, dans presque tous les pays, on ne permet de former des sociétés de cette espèce qu'avec l'autorisation du pouvoir législatif, ou au moins celle du gouvernement”, *vid.* PARDESSUS, J. M., *Cours de Droit commercial*, vol. II, Société Blege de Librairie Hauman e Ce, Bruselas, 1842, p. 288.

<sup>55</sup> Aunque de manera más atenuada, ocurrirá en el caso del Código español de Sainz de Andino (1829), donde su art. 293 establecía una sujeción al examen y aprobación de los tribunales de comercio. La razón era la voluntad de fomentar y atraer la inversión a la vez que se mantenía cierta vinculación con el interés general por parte de las sociedades anónimas. En 1847 el gobierno reasumiría esta labor fiscalizadora. Además, si hubieran de disfrutar de cualquier privilegio, nótese que el art. 294 establecía que estas “*compañías anónimas*” deberían “someter sus reglamentos á mi soberana aprobación”, a saber, de Fernando VII, *vid.* GIRÓN TENA, J., “Las sociedades mercantiles en el Código de Comercio”, *op. cit.*, pp. 190-191 y 195.

<sup>56</sup> *Vid.* MENÉNDEZ, A., “Autonomía económica liberal y Codificación mercantil española”, en VV.AA., *Centenario del Código de Comercio*, vol. I, Ministerio de Justicia, Madrid, 1986, p. 201.

<sup>57</sup> *Vid.* BEBCHUK, L. A. y TALLARITA, R., *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, *op. cit.*, *passim.*; DAVOUDI, L., MCKENNA, C. y OLEGARIO, R., “The historical role of the corporation in society”, *op. cit.*, p. 34.

<sup>58</sup> *Vid.* MENÉNDEZ, A., “Autonomía económica liberal y Codificación mercantil española”, *op. cit.*, p. 46.

siglo XIX presenció la consolidación de la transformación de las sociedades por acciones. De tener una naturaleza manifiestamente pública, en su origen asociada a la idea de corporación y a privilegios monopolísticos, las sociedades de capital pasaron a ser una institución en esencia privada cuando la *incorporation* devino una cuestión más administrativa que de carácter político<sup>59</sup>.

### 2.3 LA SOSTENIBILIDAD Y LA ACCIÓN PÚBLICA DE LOS ENTES PRIVADOS

Entre las posturas que abogan por la transformación del régimen de las sociedades de capital para alcanzar una mayor sostenibilidad en el despliegue de la actividad productiva se entrevé una voluntad de utilizar instrumentos privados para la consecución de objetivos de carácter público. Como se ha señalado, el precedente histórico que presenta este aprovechamiento de forma más patente fue el uso de compañías privilegiadas por parte del poder público para llevar a cabo tareas de extensión colonial durante el periodo mercantilista.

Si bien esta injerencia pasó a un segundo plano cuando las ideas liberales y la propia dinámica del desarrollo económico propiciaron la liberalización de la constitución de sociedades anónimas, no hay que olvidar la presencia de intereses públicos como constante respecto a la cual se determina la configuración jurídico-societaria. En la actualidad, la imbricación directa de intereses del Estado en las sociedades de capital es mucho más sofisticada y sutil. Entre muchos otros ejemplos, tal es el caso del uso de empresas participadas por las diversas administraciones públicas o el otorgamiento de concesiones administrativas a entidades privadas para la provisión de servicios públicos.

A estos mecanismos, usuales en nuestra realidad jurídica, parece querer sumarse la reformulación del interés social de las sociedades de capital y la imposición de determinados deberes a sus administradores para que agentes enteramente privados (en particular, las sociedades cotizadas) asuman cierta vocación pública. No se recurre a otras ramas del Derecho, las cuales operan como marco delimitador de las conductas que les son permitidas a las empresas (a saber, y entre otras, el Derecho laboral o el administrativo), sino que se altera la propia normativa societaria para imponer deberes de actuación positiva más allá de las obligaciones legales. Las sociedades de capital ya no

---

<sup>59</sup> Vid. STERN, P. J., "The Corporation in History", *op. cit.*, pp. 29-30.

serían vistas como agentes económicos vinculados negativamente a la ley<sup>60</sup>, sino que tendrían que desplegar actuaciones destinadas alcanzar fines sociales de carácter general que les son impuestos externamente.

Estos fines no están claramente definidos ni tienen vocación de estarlo. Hacerlo sería reconfigurar el marco jurídico que anteriormente señalábamos como delimitador de la capacidad de actuación de los agentes privados. Más bien estamos ante una imposición programática respecto de actividades no relacionadas directamente con los rendimientos financieros, lo que obliga a las empresas a desplegar toda una serie de acciones, no definidas pero obligatorias, sobre aspectos tales como la protección del medioambiente, la diversidad o la igualdad de oportunidades.

Esta singularidad hace que la actividad de las sociedades se asemeje, tanto en su forma como en el fondo, al despliegue de las políticas públicas. En cuanto a lo primero, adoptan la forma de planes, programas o, directamente, de “políticas” empresariales. Respecto de su contenido, presentan un alto carácter valorativo y recaen sobre materias que, en teoría, está el Estado llamado a gestionar, como es el caso de la lucha contra la desigualdad económica, el fomento de la igualdad de género o la protección de los derechos humanos. En conclusión, parece que intereses públicos y medios privados se entrelazan, gracias a la nota de la sostenibilidad, de forma consustancial una vez más.

## 2.4 LOS INTERESES EN JUEGO EN LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL

### 2.4.1 *El interés social y la actuación de los órganos societarios*

Las propuestas de reforma para la mejora del gobierno corporativo o, como ahora acontece, para alcanzar una economía sostenible en el largo plazo, son el resultado de la advertencia de conflictos y externalidades que requieren atención por parte del ordenamiento jurídico. Como se ha apuntado con anterioridad, el desarrollo de la sociedad anónima durante el siglo XX puso de manifiesto los problemas existentes entre los administradores de las sociedades abiertas y sus socios. Posteriormente, ha sido su

---

<sup>60</sup> *Permissum videtur id omne quod non prohibetur*, principio que ha sido ampliamente utilizado en la doctrina administrativista para diferenciar a la libertad de los individuos de la de la Administración pública, *vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, E., “Observaciones sobre el fundamento de la inderogabilidad singular de los Reglamentos”, *Revista de Administración Pública*, núm. 27, 1958, pp. 77-79.

expansión en un mundo globalizado lo que hecho lo propio en relación con la actividad empresarial y su impacto en la sociedad en su conjunto.

Con cada intervención legislativa se materializa una determinada concepción de las sociedades de capital y de cómo éstas han de comportarse en el desarrollo de la actividad productiva. A la vez, se redefine la finalidad a la que las empresas deben servir, mediante la delimitación de los sujetos implicados, de sus intereses legítimos y de cómo han de verse estos intereses protegidos a través de un sistema de derechos y obligaciones. En definitiva, no se trata de otra cosa que del reflejo jurídico de convicciones políticas acerca de los modos de producción y de la función social de la propiedad privada, lo que nos obliga a repensar el concepto de “interés social”, cuestión nuclear del Derecho de sociedades.

Del interés social se ha dicho que es un término “esencialmente contestable” por el hecho de que de su principal cualidad, la indeterminación, deriva su principal virtud, el permitir un amplio margen de discrecionalidad para la definición de la estrategia empresarial. Más que por su sustantividad propia, el interés social adquiere relevancia por el procedimiento que, en principio, lo determina: la decisión mayoritaria de los accionistas. Pero, a la vez, es este mismo interés social el que permite la impugnación de los acuerdos societarios (art. 204 LSC), derogando el principio mayoritario, cuando algún socio, en la búsqueda de un beneficio particular en detrimento del interés común, actúa con deslealtad hacia sus consocios y la sociedad<sup>61</sup>.

El interés social tiene una aplicación similar, *mutatis mutandis*, al caso de los administradores. El interés social es dotado de contenido, con los límites antes expuestos, mediante el acuerdo mayoritario de los socios. Sin embargo, cuando ni la ley (límite a la voluntad de los socios), ni los estatutos (pacto primigenio de éstos), ni los posteriores acuerdos de la junta señalan cuáles son las estrategias que la sociedad ha de seguir, aparece un área de discrecionalidad en su definición para los administradores<sup>62</sup>. Con todo,

---

<sup>61</sup> Vid. PAZ-ARES, C., “La anomalía de la retribución externa de los administradores”, *InDret*, núm. 1, 2014, pp. 23-30.

<sup>62</sup> Por los acuerdos posteriores nos referimos a aquellos derivados de la intervención de la junta general en los asuntos de gestión, lo que permite el art. 161 LSC. Este mecanismo puede ser un sistema eficaz para delimitar el arbitrio de los administradores en su actividad de gestión respecto de la contemplación de intereses distintos a los de los socios en su tarea de definición del interés social.

los administradores deben desempeñar su cargo sujetos a un deber de diligencia (art. 225 LSC)<sup>63</sup> y a un deber de lealtad (art. 227 LSC), desarrollando en todo momento sus funciones “en el mejor interés de la sociedad”, deberes que no sólo funcionan como límites negativos a su actuación, sino que también la inspiran.

Se ha de tener presente que los administradores quedan amparados en la toma de decisiones por la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial o *business judgement rule* (art. 226 LSC). Con esto no se quiere decir que esta regla implique la inviolabilidad de toda actuación del órgano de administración. Parece razonable que cualquier uso del patrimonio social para la satisfacción de intereses de terceros que a su vez no tenga potencialmente ningún eventual impacto positivo en la sociedad no merece ser reputado como acorde al interés social.

Pero situaciones intermedias, como la adopción de estrategias empresariales que no estén dirigidas a un rendimiento financiero directo, caso de las políticas de RSC, podría generar dudas sobre si se trata de actuaciones desleales o contrarias al interés social. Los administradores siempre podrán argumentar que la actuación redundará en un beneficio remoto o futuro. Y, si atendemos al reparto competencial conformado por la ley, harán lo que quieran y puedan dentro de su ámbito de discrecionalidad, máxime cuando la junta puede acordar su cese en cualquier momento (art. 223 LSC) en caso de que considere que su estrategia no es adecuada. A esta problemática se suma ahora la imposición de nuevos deberes a las sociedades para procurar la sostenibilidad, lo que supondría una ampliación de la discrecionalidad de los administradores, que -a la vez- limita la capacidad de los socios de exigir rendimientos financieros a corto plazo.

---

<sup>63</sup> La reciente 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 (BOE, 13 de abril de 2021, núm. 88, pp. 40928-40980) ha reformado el deber de diligencia para añadir al final del art. 225.1 LSC que los administradores deberán “subordinar, en todo caso, su interés particular al interés de la empresa”. Según recoge la exposición de motivos de la norma, este añadido al deber de diligencia busca situarlo “en consonancia con las exigencias del buen gobierno corporativo”. Estas palabras podrían tener un efecto bastante incierto, ya que los conflictos de interés de los administradores ya están previstos y regulados (arts. 228 y 229 LSC), por lo que hacer surgir dudas acerca de si podría haber otro tipo de subordinación de los intereses de éstos al margen de los casos recogidos en tales preceptos.

Como se ha señalado, las reformas propuestas no son asépticas ni se limitan a cuestiones procedimentales respecto de la definición del interés social<sup>64</sup>. Muy al contrario, introducen enunciados prescriptivos, si bien poco claros, sobre cuáles son los sujetos cuyos intereses se considera que merecen atención, realizando llamadas directas al órgano de administración para que desarrolle acciones tendentes a su protección. Por esta razón, el interés social está suscitando tantos y tan amplios debates académicos, pues no es indiferente para los operadores jurídicos la posición que finalmente adopte el regulador. Respecto a estos debates, a continuación se describen las principales corrientes doctrinales y se recogen las ideas que inspiran los distintos planteamientos.

## 2.4.2 *Los diversos enfoques sobre el interés social*

### 2.4.2.1 *Shareholder capitalism*

En un primer lugar, están los planteamientos que señalan que la finalidad de la empresa es maximizar el valor para sus accionistas<sup>65</sup>. Estos son conocidos bajo el término de *shareholder capitalism* o *shareholder primacy*<sup>66</sup>. Como mayor exponente se suele aludir a FRIEDMAN y a su explícito artículo “*The Social Responsibility Of Business Is To Increase Its Profits*”. En él, el archiconocido economista señaló que los administradores de una sociedad son trabajadores que, actuando como agentes de los accionistas (los propietarios), han de maximizar el beneficio económico de éstos. Si no lo hacen, y destinan el patrimonio de la empresa a otros fines, se produce un gravamen sobre la

---

<sup>64</sup> Incluso una distinta regulación de los órganos societarios, de su distribución de competencias y de su proceso de toma de decisiones no es indiferente desde el punto de vista valorativo. Por ejemplo, la implicación de los trabajadores en el órgano de supervisión, como ocurre en el sistema de cogestión alemán, supone también una elección acerca del cómo han de ser las relaciones de estos sujetos con la sociedad, cuál es su papel y cuál es el modo en que sus intereses deben ser defendidos. Sobre el sistema de cogestión, *vid.* HIERRO ANIBARRO, S. y ZABALETA DÍAZ, M., “Cogestión y gobierno corporativo en Europa: Un viaje de ida y vuelta”, *Revista de derecho de sociedades*, núm. 52, 2018, *passim*.

<sup>65</sup> Traducción moderna del ánimo de lucro, causa del contrato de sociedad, *vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L., “El interés social de las sociedades de capital en la encrucijada: interés de la sociedad e intereses en la sociedad, la responsabilidad social corporativa y la «tercera vía» societaria”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, año 33, núm. 133, 2014, pp. 86-87.

<sup>66</sup> Este enfoque también ha sido acogido en Europa bajo el denominado contractualismo italiano, *vid.* MARTÍN VERGARA, C., “Algunas consideraciones sobre el sistema clásico de proteccionismo del accionariado en la gran sociedad anónima”, *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, núm. 11, 1987, pp. 49-51.

propiedad ajena y, además, los administradores estarían decidiendo a qué fin destinar el resultado de tal exacción<sup>67</sup>.

Este enfoque se suele apoyar en la premisa de que los accionistas son los propietarios de la sociedad y que, por ende, a ellos les pertenecen los beneficios de la actividad empresarial. Como la sociedad nace de las aportaciones de capital de los socios y estos, a cambio, reciben una serie de acciones representativas de su parte alícuota en la sociedad, es a ellos y a sus intereses a los que se debe la actividad empresarial. Por ende, a tal fin ha de responder la actuación de los administradores, que, como encargados de la gestión ordinaria de la sociedad, mantienen una relación fiduciaria agente-principal respecto de los accionistas.

Pero este argumento ha sido criticado en su aspecto más esencial; a saber, la idea de que los accionistas son los propietarios de la sociedad. El genuino derecho de propiedad implica la capacidad de gozar y disponer de una cosa, pero lo cierto es que un accionista no tiene ni un control directo sobre los bienes de la sociedad ni tampoco un acceso inmediato a los beneficios que ésta pudiera generar. Así, la titularidad de una acción de una sociedad de capital dista mucho de la de otro tipo de bienes<sup>68</sup>.

El accionista siempre tiene la posibilidad de liquidar sus acciones mediante su venta, lo que se ve facilitado cuando estamos ante sociedades de capital abiertas cuyas participaciones son objeto de negociación en el mercado de capitales. Pero, de igual modo, con la venta se transmite la facultad de ejercer cierto poder en la sociedad y de participar en los eventuales beneficios empresariales (es decir, los derechos políticos y económicos), pero no un derecho de propiedad propiamente dicho sobre el patrimonio de la sociedad. A esto se suma que la gestión empresarial no es desarrollada por los accionistas-propietarios, sino que dicha función recae sobre el órgano de administración de la sociedad<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> Vid. FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times*, Nueva York, 13 de septiembre de 1970.

<sup>68</sup> Vid. STOUT, L. A., “Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy”, *Southern California Law Review*, vol. 75, núm. 5, p. 1191.

<sup>69</sup> Vid. ARMOUR, J., HANSMANN, H., KRAAKMAN, R., y PARGENDLER, M., “What Is Corporate Law?”, en KRAAKMAN, R. et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2017, pp. 5-15.

Otro argumento esgrimido a favor de la *shareholder primacy* es que los accionistas son los “*residual claimants*”, los acreedores residuales de la sociedad. En otras palabras, que son los llamados a obtener el remanente resultante de la completa satisfacción de las obligaciones que la sociedad pudiera tener con terceros, tales como trabajadores o proveedores. Pero esto no es del todo cierto, en la medida en que sólo ocurre en caso de concurso o liquidación de la sociedad. Mientras tanto, en un escenario de normalidad empresarial, el reparto de beneficios queda a expensas de que así lo decidan los administradores, existan o no deudas pendientes<sup>70</sup>.

Con todo, hay argumentos a favor del *shareholder primacy* que, incluso, ponen de relieve las consecuencias beneficiosas que este planteamiento tendría para otros sujetos. Lo ideal sería que los administradores fueran capaces de establecer una estrategia que alcanzara un escenario de maximización de los intereses de todos los sujetos involucrados (accionistas, trabajadores, consumidores, proveedores, etc.). Como tal tarea es imposible, por la incapacidad material de calcular dicha optimización y por la presencia de costes de agencia, la maximización de valor para el accionista aparece como un patrón claro al que los administradores pueden ajustar su conducta en el gobierno de la sociedad<sup>71</sup>.

No obstante, esta propuesta sigue presentando ciertos problemas. Cuando decimos que el interés que se ha de tutelar es el de los accionistas nos referimos a éstos como un grupo con intereses homogéneos, cuando la realidad nos demuestra que esto no es así. Por un lado, están los intereses de los accionistas mayoritarios, que son los que con su poder en la junta general y con la capacidad de designar a los administradores marcan el rumbo de la actividad empresarial. Y, por otro, las minorías, cuyos intereses se pueden ver afectados, más o menos legítimamente, por la actuación de la mayoría.

Junto a ello, hay que tener en cuenta que existen accionistas con características muy distintas y con estrategias de inversión dispares. Piénsese en las diferencias existentes entre un inversor persona individual, un inversor institucional, un *hedge fund* o un inversor activista, el cual, en este último caso, precisamente quiere acceder al control de la sociedad para dar un nuevo rumbo a la empresa. No sólo tienen diferentes intereses,

---

<sup>70</sup> Vid. STOUT, L. A., “Bad and Not-so-Bad Arguments...”, *op. cit.*, pp. 1192-1195.

<sup>71</sup> *Ibíd.*, pp. 1199-1200.



sino que éstos, muchas veces, están en clara confrontación. El problema entonces es hacia cuál de estos intereses ha de estar orientada la actuación de los administradores<sup>72</sup>.

Como se puede observar, la teoría del *shareholder value* no nos provee de una respuesta tan satisfactoria como en un primer momento podría parecer cuando es aplicada a sociedades tan complejas como son las sociedades anónimas. Tal vez, su utilidad podría ser mayor en el caso de sociedades cerradas, pero éstas no son las sociedades que tienen capacidad suficiente para producir un gran impacto económico y social a consecuencia del desarrollo de su actividad.

#### 2.4.2.2 *Stakeholder capitalism*

Frente a aquellos que sostienen que el interés que se debe perseguir con la actividad de la sociedad es el interés de los accionistas aparece la corriente del denominado *stakeholder capitalism* o *stakeholderism*<sup>73</sup>. Este planteamiento señala que los intereses de otros actores han de ser también tenidos en cuenta. Por esta razón, quienes abogan por este enfoque han encontrado en la RSC o actuaciones similares, como la *triple bottom line*<sup>74</sup>, instrumentos perfectos para la aplicación de sus postulados.

A pesar de que los argumentos actuales se basan en la tradición norteamericana<sup>75</sup>, se ha de destacar que en Europa también aparecieron teorías similares, e incluso previas en el tiempo, que propugnaban un concepto ampliado del interés social. Estas últimas llegarían a añadir a la sociedad un componente público, en el sentido de entenderla como un

---

<sup>72</sup> A estas matizaciones se pueden sumar otras muchas. Por ejemplo, la necesidad de tener en cuenta los principios constitucionales de la función social de la propiedad (art. 33.2 CE), el derecho a la libertad de empresa (art. 38 CE) o la subordinación de la riqueza al interés general (art. 128 CE) que proclama nuestro marco constitucional, *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 246, 2002, pp. 18-20.

<sup>73</sup> Se le ha denominado también como “pluralista” para diferenciarlo de la versión *enlightened* que se analiza en el epígrafe siguiente, *vid.* BEBCHUK, L. A. y TALLARITA, R., “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, *op. cit.*, p. 108 y ss.

<sup>74</sup> A saber, la presentación de resultados financieros acompañados de información sobre el impacto de la actividad empresarial en el ámbito medioambiental y social.

<sup>75</sup> Como se ha señalado anteriormente, el origen de este enfoque se suele situar en el trabajo de DODD, *vid.* DODD, E. M., “For Whom Are Corporate Managers Trustees?”, *op. cit.*, *passim*.

instrumento de dirección de la economía nacional, desde una perspectiva ciertamente corporativista<sup>76</sup>.

Las voces actuales a favor de una ampliación del concepto del interés social no incorporan, por el momento, este componente estatista; simplemente consideran que la dirección empresarial tiene como responsabilidad la creación de valor compartido para todos los *stakeholders*. Pero surge la duda sobre qué hemos de entender por *stakeholders* y quiénes se han de considerar comprendidos bajo tal categoría.

En una primera aproximación, se puede definir como el conjunto de sujetos cuya desaparición implicaría también el desvanecimiento de la empresa. Así, se incluiría a los clientes, los empleados, los proveedores, la comunidad en la que se inserta la empresa y a sus financiadores (término que incluye a sus accionistas, los bancos y demás acreedores de la sociedad) como *primary stakeholders*. Pero también existe una noción más amplia del concepto, que adopta el nombre de *secondary stakeholders*, bajo la cual se abarcaría a cualquiera que pudiera afectar o verse afectado por la actividad empresarial. Éstos serían, entre otros, el gobierno, los competidores, los medios de comunicación, los grupos de interés o las asociaciones de consumidores<sup>77</sup>.

Dado que los administradores habrían de tener en cuenta la presencia de estos nuevos actores, su función primordial pasaría a ser el comprender cómo funciona la empresa y gestionar las relaciones existentes entre estos sujetos para maximizar la creación de valor compartido. En esta tarea, los administradores tendrían que evitar incurrir en *tradeoffs* y redefinir el propósito de la empresa, buscando acomodos que satisfagan los intereses de

---

<sup>76</sup> Este aspecto sería lo que diferenciaría al institucionismo americano del alemán. Así, en una *Unternehmen as sich*, formulación atribuida a RATHENAU, la sociedad es un sujeto con una entidad propia, que va más allá de ser la conjunción de intereses meramente privados. Como hemos señalado anteriormente (*vid. supra*, p. 11), la empresa tendría unos intereses propios que, dado su carácter público, se sitúa a medio camino entre las empresas privadas y el Estado. Por esta razón, la *Aktiengesetz* alemana de 1937 se valdría de este enfoque para defender la alineación de la actividad empresarial con los intereses generales de la sociedad y del Estado nacionalsocialista, *vid. MARTÍN VERGARA, C.*, “Algunas consideraciones sobre el sistema clásico de proteccionismo...”, *op. cit.*, pp. 41-48.

<sup>77</sup> *Vid. FREEMAN, R. E., HARRISON, J. S. y WICKS, A. C., Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success*, Yale University Press, New Haven y Londres, 2007, pp. 50-59.

todos los implicados considerándolos como algo más que sujetos incentivados por un interés estrictamente económico<sup>78</sup>.

Empero, y como ya habíamos apuntado, resolver en la práctica esta ecuación es una tarea imposible. No se puede tener en cuenta todas las eventuales variables respecto a todos los eventuales *stakeholders*. Además, la existencia de *tradeoffs* es, la mayoría de las veces, inevitable. Por ejemplo, con la deslocalización de un centro de producción siempre hay algún grupo que se verá afectado negativamente. Asimismo, y al igual que ocurría en el caso de los accionistas, puede que dentro de un mismo grupo de *stakeholders* existan miembros con intereses confrontados, pues sus intereses no tienen por qué ser necesariamente homogéneos. De este modo, dejar el acomodo a la discreción de los administradores no es una solución. En última instancia, lo único que produciría sería un aumento de sus poderes y una excusa perfecta para justificar cualquier tipo de actuación<sup>79</sup>.

#### 2.4.2.3 *Enlightened shareholder value*

Una posición intermedia tiene su manifestación a través del denominado *enlightened shareholder value*. Bajo este título se alude a los planteamientos que, sosteniendo un enfoque de *shareholder value*, están dispuestos a tener en cuenta ciertos intereses de los demás *stakeholders*. Pero la toma en consideración de intereses de sujetos distintos a los accionistas tendrá lugar siempre que redunde en un beneficio económico para los últimos. En otras palabras, sólo se tendrán en cuenta a otros sujetos cuando la atención de sus intereses sea un medio para aumentar el valor de la compañía a largo plazo.

En efecto, de unos trabajadores sanos y felices es razonable esperar que mantengan, o incluso aumenten, su productividad. Igualmente, parece razonable que unos consumidores que ven reflejados sus propios valores en los de una empresa consumirán, *ceteris paribus*, sus productos frente a los de otras que no muestren tales compromisos, o que una compañías que despliegue una política de RSC sobre la comunidad va a recibir un mejor trato por ésta que otras.

---

<sup>78</sup> *Ibid.*, pp. 64-65; FREEMAN, R. E., “Stakeholder Theory of the Modern Corporation”, en HOFFMAN, W. M., FREDERICK, R. E. y SCHWARTZ, M. S. (Eds.), *Business Ethics: Readings and Cases in Corporate Morality*, McGraw Hill, Boston, 2014, *passim*.

<sup>79</sup> *Vid.* BEBCHUK, L. A. y TALLARITA, R., “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, *op. cit.*, *passim*.

En puridad, este enfoque no es muy distinto al del *shareholder capitalism*. Los intereses de los *stakeholders* no se presentan como un fin en sí mismo que ha de protegerse en el desarrollo de la actividad empresarial, sino que aparecen instrumentalizados y se atienden únicamente en tanto que ello resulte beneficioso para los accionistas<sup>80</sup>. Se ha señalado incluso que este modo de proceder podría llegar a presentar un efecto perjudicial para los propios *stakeholders* pues, al dejar en manos de las empresas la tutela de sus intereses, se relajaría la presión para emprender reformas legales de calado que realmente los pudieran proteger. Por ejemplo, si se confía en que las empresas van a imponerse ciertas normas de conducta en un ejercicio de autorregulación, se podría esquivar una mayor intervención regulatoria a través del Derecho laboral, el Derecho de los consumidores o el Derecho medioambiental<sup>81</sup>.

#### 2.4.3 *Algunas reflexiones adicionales sobre la reforma del interés social*

Todos los enfoques que pretenden dotar de contenido al interés social muestran aspectos positivos y negativos o se erigen sobre premisas, como mínimo, discutibles. Antes de presentar las distintas medidas que, abrazando uno u otro enfoque, se han adoptado en nuestro ordenamiento y las que están por venir, hemos de destacar, como un aspecto esencial, la necesidad de tener en cuenta el contexto particular de cada país si se quiere ser eficaz.

Por ejemplo, mercados bursátiles que presentan una estructura accionarial muy dispersa, como es el caso de Estados Unidos, mostrarán problemas distintos a economías, como la nuestra, donde existen grandes bloques de accionistas que ostentan un gran poder de decisión sobre la sociedad. En los primeros, el problema puede venir de la mano de un exceso de poder y autonomía de los administradores, mientras que en los segundos deberá prestarse atención a la excesiva influencia poseída por los grandes accionistas o por aquellos con un poder equivalente, como es el caso de los inversores institucionales<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup> *Ibíd.*, pp. 13-14.

<sup>81</sup> *Ibíd.*, pp. 61-66.

<sup>82</sup> Véase el interesante trabajo de GELTER, el cual analiza los diferentes problemas y planteamientos que se han dado en EEUU, Alemania y Francia, *vid.* GELTER, M., “Taming or Protecting the Modern Corporation?...”, *op. cit.*

Las propuestas sobre gobierno corporativo deberán, como mínimo, atender a esta distinta realidad.

Respecto de las políticas de RSC ocurre algo similar, al margen del proceso de redefinición al que se ve expuesta la RSC y su desplazamiento del ámbito de la voluntariedad para introducir planteamientos en la línea del *stakeholder capitalism*. Cualquier política empresarial debe tener como punto de partida el marco normativo vigente. En el caso de la política de RSC habrá de analizarse cuál es el margen que se deja a las empresas para pasar de la norma a acciones concretas; si la norma es clara e imperativa no ha lugar al despliegue de políticas de RSC, sino al cumplimiento del ordenamiento.

### 3. DE LA RSC A LA SOSTENIBILIDAD

#### 3.1 EVOLUCIÓN NORMATIVA EN ESPAÑA

En sus inicios, las reformas se ocuparon de la mejora del gobierno corporativo, centrándose en la regulación de la relación entre los accionistas y los administradores. A tal fin, y al igual que en los países de nuestro entorno, se fue desplegando toda una serie de medidas relacionadas con una mayor transparencia y una mejor gestión de las grandes sociedades mercantiles. Pero, poco a poco, la RSC, idea a la que el gobierno corporativo nunca había sido del todo ajena, fue ganando un mayor protagonismo. Como consecuencia de la ampliación conceptual sufrida por la RSC en los últimos años, a la par que su mayor imbricación con el gobierno corporativo, resulta en muchos casos difícil categorizar unívocamente una determinada reforma como destinada a la mejora del gobierno corporativo o a sentar unas nuevas bases para la RSC<sup>83</sup>.

Los primeros pasos de este proceso de transformación en nuestro país se pueden situar en la Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia<sup>84</sup>, la cual venía a positivizar algunas de

---

<sup>83</sup> Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., “El fomento del equilibrio en el gobierno corporativo y la promoción de la sostenibilidad por medio de él”, en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (Dir.), *Interés social y gobierno corporativo sostenible: deberes de los administradores y deberes de los accionistas*, Aranzadi, Cizur Menor, 2019, pp. 31-34.

<sup>84</sup> 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 (BOE, 18 de julio de 2003, núm. 171, pp. 28046-28052).

las propuestas recogidas en el Informe Aldama. Entre sus principales aspectos destaca la introducción de la obligación por parte de las sociedades cotizadas de dotarse de reglamentos de funcionamiento de la junta de accionistas y del consejo de administración o la obligación de publicar un informe anual de gobierno corporativo, que debía contener, entre otros, información sobre la estructura de propiedad y de administración de la sociedad, así como el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su defecto, una explicación de por qué éstas no se estaban siguiendo<sup>85</sup>.

Posteriormente, si bien con un contenido mucho más sectorial y quizá más vinculada al fenómeno de la RSC, la Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres<sup>86</sup> previó una serie de recomendaciones tendentes a que las empresas contemplaran medidas para alcanzar la igualdad entre hombres y mujeres dentro de sus acciones de responsabilidad social. En particular, el art. 75 instaba a alcanzar una presencia equilibrada en los consejos de administración de las sociedades mercantiles que presentaran cuenta de pérdidas y ganancias no abreviada. Para alcanzar este objetivo se establecía un plazo de ocho años, lo que no se ha terminado de ver reflejado en la práctica<sup>87</sup>.

Tras ello, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible<sup>88</sup> introdujo la obligación de publicar un informe sobre remuneraciones en aras a una mayor transparencia y a la mejora del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Esta reforma vino a situar la remuneración de los administradores en el punto de mira. El posterior tratamiento que ha recibido la cuestión de la remuneración a los miembros del consejo de administración confirma su relevancia, pues la cuantía y el medio de determinación de dicha

---

<sup>85</sup> Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera”, *Revista de derecho de sociedades*, núm. 54, 2018, pp. 101-102.

<sup>86</sup> Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres (BOE, 23 de marzo de 2007, núm. 71, pp. 12611-12645).

<sup>87</sup> Vid. EMBID IRUJO, J. M., “Capítulo 54. Gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa: del desencuentro a la comunicación”, en JUSTE, J. y ESPÍN, C. (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2017, p. 456-457.

<sup>88</sup> Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (BOE, 5 de marzo de 2011, núm. 55, pp. 25033-25235).

remuneración pone de manifiesto un conflicto importante entre éstos, los socios y la sociedad en su conjunto<sup>89</sup>.

Años después llegaría la gran reforma legal, de la mano de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre<sup>90</sup>. De igual manera, bajo la premisa de buscar la mejora del gobierno corporativo, se introduciría un gran número de modificaciones en la LSC. Entre otros, se redefinieron las competencias y la composición de los órganos societarios, los derechos de los accionistas, los deberes de los administradores, a la par que se reguló ampliamente el régimen de la remuneración de estos últimos<sup>91</sup>. Y, más recientemente, han sido dos Directivas, enmarcadas en 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”, las que han impulsado los principales cambios normativos<sup>92</sup>.

Por un lado, tuvo su aparición en escena la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014<sup>93</sup>, transpuesta a nuestro ordenamiento a través de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, en materia de información no financiera y diversidad<sup>94</sup>. Esta directiva supuso un gran paso en términos de transparencia al ampliar el número de sociedades obligadas a presentar información sobre aspectos no financieros

---

<sup>89</sup> Vid. EMBID IRUJO, J. M., “Capítulo 54. Gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa...”, *op. cit.*, p. 457.

<sup>90</sup> Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE, 4 de diciembre de 2014, núm. 293, pp. 99793-99826).

<sup>91</sup> Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva...”, *op. cit.*, pp. 101-102.

<sup>92</sup> *Ibíd.*, p. 103. COMISIÓN EUROPEA, *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*, COM(2012)0740 final, 12 de diciembre de 2012 [consultado: 10 de enero de 2021]. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52012DC0740>.

<sup>93</sup> 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 (DOUE, 15 de noviembre de 2015, L 330/1-9).

<sup>94</sup> -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 (BOE, 29 de diciembre de 2018, núm. 314, pp. 129833-129854). Junto con su predecesor, el Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican 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 (BOE, 25 de noviembre de 2017, núm. 287, pp. 114344-114352).

en aras a una mejora de la sostenibilidad y a un aumento de la confianza en las empresas. Las sociedades de mayores dimensiones adquirieron la obligación de reportar información sobre el impacto de su actividad en el medioambiente, en aspectos sociales y de los trabajadores, en el respeto a los derechos humanos y sobre las medidas aplicadas para evitar la corrupción y el soborno. Esta información debía cubrir las políticas y sus resultados, los riesgos asociados y los procedimientos empresariales de *due diligence* relacionados con los mentados aspectos. Todo ello debía incluirse en un informe, que bien podría acompañar al informe de gestión o bien constituir uno separado. En el caso de las cotizadas se añadió, además, la necesidad de divulgar información sobre la diversidad en la composición del consejo de administración en el informe de gobierno corporativo.

Por otro lado, la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017<sup>95</sup>, pretende, entre otros, fomentar la implicación de los accionistas al largo plazo como mecanismo de mejora del gobierno corporativo, pero destacando el hecho de que dicha implicación de los accionistas ha de ser una implicación “efectiva y sostenible” en la gestión de sus inversiones. Atendiendo a su considerando 14, esta regulación está vinculada a los Principios para la inversión responsable y los criterios ASG de Naciones Unidas<sup>96</sup>. De esta manera, se persigue, en teoría, la mejora tanto de los rendimientos financieros como la de los no financieros, los cuales están enfocados a

---

<sup>95</sup> 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 (DOUE, 20 de mayo de 2017, L 132/1-25).

<sup>96</sup> Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva...”, *op. cit.*, p. 118. Como señala la autora, “para una inversión sostenible y responsable, las compañías en las que se invierte pueden atender a los marcos de referencia (no obligatoria) europeos o internacionales. Los marcos internacionales son los citados Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas, en la mención expresa que a ellos hace el Considerando 14.<sup>a</sup> de esta Directiva (UE) 2017/828. Pero, también lo son los diez principios del Pacto Mundial de Naciones Unidas (en relación con la Agenda 2030 y los diecisiete Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)). Así mismo lo son los Principios Rectores sobre las empresas y los derechos humanos de Naciones Unidas, las Líneas Directrices de la OCDE para las empresas multinacionales, la Norma internacional 26000 de la Organización Internacional de Normalización (ISO), la Declaración Tripartita de principios sobre las empresas multinacionales y la política social de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), la Global Reporting Initiative (GRI) o cualesquiera otros marcos internacionalmente reconocidos. Los marcos europeos son los del Reglamento del Sistema de Gestión y Auditoría Medioambientales (ESMA: European Securities and Markets Authority), adaptado en nuestro sistema interno por el Real Decreto 239/2013. A ellos alude la Estrategia Europea de la Unión Europea sobre RSE. A ellos atiende la Estrategia Española de RSE para el período 2014-2020, según fue aprobada el 24 de octubre de 2014. A todos ellos, europeos e internacionales, presta atención la Exposición de Motivos del Real Decreto-Ley 18/2017 para la transposición de la Directiva 2014/95/UE”, p. 120.



aspectos medioambientales, sociales y de gestión. La reciente Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital<sup>97</sup> ha transpuesto la norma europea e introducido algunas reformas adicionales. Así, y entre otros muchos aspectos, se regulan las acciones de lealtad, la figura de los *proxy advisors* y se modifica el régimen de retribución de los administradores.

Finalmente, se ha de destacar como un hito relevante del proceso de reforma la publicación, en junio del año pasado, del CBG 2020, a lo que se suma una propuesta de Directiva para un gobierno corporativo sostenible, cuyos actos preparatorios se han empezado a presentar también durante 2020. Ambos instrumentos suponen un paso más en la superposición de la RSC al gobierno corporativo, añadiendo la nota de la sostenibilidad e incidiendo en los aspectos medioambientales y sociales como ámbitos que requieren especial atención por parte de las sociedades en el desarrollo de la actividad empresarial.

### 3.2 LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO: ENTRE EL GOBIERNO CORPORATIVO, LA RSC Y LA SOSTENIBILIDAD

Los códigos de buen gobierno han jugado un papel fundamental en la evolución del gobierno corporativo hacia la sostenibilidad. Sobre la base de la voluntariedad y el principio *comply or explain*, estos instrumentos de *soft law* han ido presentando un conjunto de recomendaciones, las cuales posteriormente se han visto introducidas en el ordenamiento jurídico de manera imperativa. Por esta razón centramos parte de nuestro análisis en ellos y en su devenir, sumado al hecho de que han sido los instrumentos normativos que de manera más directa han afectado a la forma de entender el interés social de las grandes empresas.

En 1997 se constituyó la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, la cual dio como resultado el conocido Informe Olivencia (1998). El trabajo de la comisión se centró en el consejo de administración de las sociedades partícipes en los mercados financieros con la finalidad

---

<sup>97</sup> 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 (BOE, 13 de abril de 2021, núm. 88, pp. 40928-40980). Nótese que la norma ha modificado la formulación del deber de diligencia de los administradores, *vid. supra.* nota 63.

de elaborar un código que sirviera a modo de directrices, si bien de carácter voluntario, para orientar principalmente a las grandes sociedades cotizadas.

El Informe Olivencia declaró que la finalidad de la actuación del consejo de administración, así como el interés social de las propias sociedades, debía ir encaminado a la maximización del beneficio de los accionistas, lo que justificaba con base en tres motivos: centrarse en el valor para el accionista proveía de una directriz clara conforme a la que tomar y evaluar las decisiones, facilitaba la provisión de capital y era acorde con el sistema de incentivos subyacente en la vida de la sociedad<sup>98</sup>. El informe no es que no tuviera en cuenta el movimiento existente para dar cabida dentro de la finalidad de las empresas a otros *stakeholders*, sino que rechazaba la idea de dar al interés social un carácter más amplio, subordinando cualquier actuación enfocada a otros sujetos al interés del accionariado. Es decir, propugnaba una concepción del interés social claramente alineada con los postulados del *shareholder capitalism*.

Para recopilar y actualizar lo dispuesto en el Informe Olivencia, así como también lo recogido en el posterior Informe Aldama (2003), se publicó el Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 2006 (CUBG 2006), también conocido como Código Conthe. Las sociedades cotizadas debían justificar su actividad en los informes anuales de gobierno corporativo, señalando el grado de seguimiento de las recomendaciones o, en su defecto, explicando su no aplicación (art. 116 antigua LMV, ahora regulado en el art. 540 LSC). A modo de un instrumento de carácter voluntario, las sociedades cotizadas quedaban vinculadas bajo el ya mentado principio *comply or explain*.

Siguiendo el enfoque adoptado por el Informe Olivencia, el CUBG 2006 manifestaba su compromiso con la definición del interés social como el interés común de los accionistas. En este sentido, se consideraba que los administradores debían rendir cuentas, en última instancia, a estos. De igual manera, se descartaba una ampliación del interés social a otros sujetos, por lo que se mantenía el interés de los accionistas como la directriz de actuación de los administradores.

---

<sup>98</sup> COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ETICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES, *El gobierno de las sociedades cotizadas*, 26 de febrero de 1998, p. 19 [consultado: 16 de febrero de 2021]. Disponible en: <http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>.

Respecto a la consideración de otros intereses, el consejo de administración simplemente debía velar por el cumplimiento de la legalidad, el cumplimiento de buena fe de los contratos y las obligaciones empresariales, el respeto de los usos y las buenas prácticas del sector y la observancia de principios adicionales de responsabilidad social que, eso sí, aceptara voluntariamente perseguir la sociedad<sup>99</sup>. De esta manera, la RSC, el único instrumento propiamente societario de tutela de intereses distintos a los de los accionistas, se mantenía como una actividad voluntaria, como una política más de entre las muchas políticas y estrategias generales de las sociedades cotizadas<sup>100</sup>.

Este planteamiento sobre cómo entender la gestión social y los intereses de otros actores no sufrió grandes cambios con la revisión del CUBG efectuada en 2013, pero sí que lo hizo con la llegada del Código de Buen Gobierno de 2015 (en adelante, CBG 2015). En este último se incidía más en la RSC y se señalaba que el consejo de administración no podía obviar los otros intereses involucrados en la vida societaria. Pero, aunque en un principio el texto diera a entender que la política de RSC era algo necesario para las sociedades cotizadas, el desarrollo posterior de sus recomendaciones reiteraba su carácter voluntario. Esta imprecisión es la que ha llevado a algunos autores a sugerir que lo que se estaba produciendo era una “autorregulación inducida”, que podría verse con el tiempo acompañada de una positivización normativa de lo que por entonces sólo eran recomendaciones<sup>101</sup>.

El desarrollo de la política de RSC se encomendaba a una o varias comisiones, las cuales podían ser la comisión de auditoría, la de nombramientos, la de RSC (en caso de que ésta existiera), o una comisión especializada. A dicha comisión le correspondería la supervisión de las reglas de gobierno corporativo, de los códigos internos de conducta y, por último, de la propia política de RSC<sup>102</sup>. Para concretar las competencias sobre estas tres áreas, el CBG 2015 establecía una lista de funciones que, como mínimo, debía desempeñar la comisión encargada.

---

<sup>99</sup> CUBG (2006), recomendación 7.

<sup>100</sup> CUBG (2006), recomendación 8.

<sup>101</sup> Vid. EMBID IRUJO, J. M. y DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social corporativa...*, op. cit., p. 90.

<sup>102</sup> CBG (2015), recomendación 53.

En cuanto a las reglas de gobierno corporativo, la comisión tendría encomendada la supervisión de su cumplimiento, así como su evaluación periódica para la correcta promoción del interés social. Nótese que este interés social ahora debía perseguirse teniendo en cuenta “los legítimos intereses de los restantes grupos de interés”<sup>103</sup>. Respecto de la política de RSC, la comisión sería la encargada de su revisión para asegurar que la misma creaba valor para la empresa<sup>104</sup>. Además, también sería esta comisión la que debería realizar el seguimiento de la estrategia y de las prácticas de RSC evaluando su consecución<sup>105</sup>. Por último, sobre los códigos internos de conducta, la comisión debía supervisar su cumplimiento<sup>106</sup>.

Junto a los anteriores aspectos se preveía otra serie de funciones, relacionadas pero con un carácter distinto. Así ocurría con la supervisión de la estrategia de comunicación con accionistas e inversores<sup>107</sup> o la “supervisión y la evaluación de los procesos de relación con los distintos grupos de interés”<sup>108</sup>. Entre estas funciones diversas, destacaba un punto más: el relativo a los riesgos no financieros. Se señalaba que la comisión debía evaluarlos, incluyendo entre tales riesgos no financieros los “operativos, tecnológicos, legales, sociales, medio ambientales, político y reputacionales”<sup>109</sup>. Finalmente, también se le atribuía a la comisión la coordinación del proceso de reporte de esta información no financiera, haciéndose asimismo mención a la diversidad<sup>110</sup>.

Respecto al enfoque con el que las sociedades cotizadas habrían de aproximarse a la RSC, el principio 24 CBG 2015 indicaba que la creación de valor debía quedar ligada a “la apertura y sensibilidad hacia el entorno, el sentido de comunidad, la capacidad innovadora y la consideración del largo plazo” y se apuntaba que las empresas tenían que ser conscientes de ello para propiciar la generación de valor compartido. A tal fin se definía

---

<sup>103</sup> CBG (2015), recomendación 53 c).

<sup>104</sup> CBG (2015), recomendación 53 d).

<sup>105</sup> CBG (2015), recomendación 53 e).

<sup>106</sup> CBG (2015), recomendación 53 a).

<sup>107</sup> CBG (2015), recomendación 53 b).

<sup>108</sup> CBG (2015), recomendación 53 f).

<sup>109</sup> CBG (2015), recomendación 53 g). Nótese que este código es previo a la transposición de la 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 (DOUE, 15 de noviembre de 2015, L 330/1-9).

<sup>110</sup> CBG (2015), recomendación 53 h).

el desarrollo mínimo que tendría que contener la política de RSC y se señalaba la necesidad de informar de una manera transparente de los aspectos financieros de la actividad empresarial, pero también de los no financieros.

Por lo demás, la política de RSC seguiría discurriendo en el plano de la voluntariedad<sup>111</sup>. Pero, como hemos indicado, en su recomendación 54 se identificaba ya un conjunto de aspectos mínimos que la política de RSC debía contener. Ésta debía reflejar sus objetivos y un desarrollo de los instrumentos que le fueran a servir de apoyo<sup>112</sup>, así como la estrategia de sostenibilidad, medioambiental y social de la empresa<sup>113</sup>. Lo propio ocurría con las prácticas respecto a “accionistas, empleados, clientes, proveedores, cuestiones sociales, medio ambiente, diversidad, responsabilidad fiscal, respeto por los derechos humanos y prevención de conductas ilegales”<sup>114</sup>. A este respecto, se habrían de recoger los sistemas de seguimiento de los resultados de dichas prácticas y los riesgos relacionados<sup>115</sup> e, igualmente, se tendrían que expresar los mecanismos de supervisión “del riesgo no financiero, la ética y la conducta empresarial”<sup>116</sup>.

Por último, y en un orden distinto, se habrían de mencionar los canales de comunicación para con los diversos grupos de interés, así como las prácticas de comunicación de la empresa, orientadas a evitar la manipulación y proteger la integridad y el honor<sup>117</sup>. Como cláusula de cierre se establecía que la sociedad tendría que informar sobre todos estos aspectos, para lo que podría utilizar un documento separado o incorporar dicha información en el informe de gestión de la sociedad<sup>118</sup>.

En la revisión del CBG efectuada en junio de 2020 se pueden percibir importantes cambios. En primer lugar, el epígrafe relativo a la RSC pasa a denominarse “sostenibilidad y aspectos medioambientales y sociales”. En lo que respecta a la

---

<sup>111</sup> Aunque el CBG 2015 utiliza el término “promoverá”, no ha de ser entendido fuera del contexto de voluntariedad propio de la RSC, *vid.* EMBID IRUJO, J. M. y DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social corporativa...*, *op. cit.*, p. 36, nota 31.

<sup>112</sup> CBG (2015), recomendación 54 a).

<sup>113</sup> CBG (2015), recomendación 54 b).

<sup>114</sup> CBG (2015), recomendación 54 c).

<sup>115</sup> CBG (2015), recomendación 54 d).

<sup>116</sup> CBG (2015), recomendación 54 e).

<sup>117</sup> CBG (2015), recomendación 54 f) y g).

<sup>118</sup> CBG (2015), recomendación 55.

referencia a las comisiones encargadas de la supervisión, la recomendación 53 pasa de referirse a “las reglas de gobierno corporativo, de los códigos internos de conducta y de la política de responsabilidad social corporativa” a referirse a “las políticas y reglas de la sociedad en materia medioambiental, social y de gobierno corporativo, así como de los códigos internos de conducta”. En cuanto al órgano encargado de dicha materia, se mantiene la posibilidad de que se encomiende a una comisión especializada, a las ya previstas o a una nueva, que podrá denominarse ahora “comisión de sostenibilidad”.

Junto a ello, las funciones de esta comisión se vuelven a perfilar. En este sentido, se añade al elenco de actividades el velar por que la cultura de la empresa esté alineada con los propósitos y valores de la sociedad<sup>119</sup>. En el aspecto de supervisión de la comunicación, se hace alusión a una política general de comunicación (antes se hablaba de una estrategia) de la información económico-financiera, la no financiera y la corporativa. Igualmente, se señalan como sujetos receptores de dicha información a los accionistas e inversores (con especial referencia al seguimiento de la información respecto de los accionistas pequeños y medianos), a los asesores de voto y a otros grupos de interés<sup>120</sup>.

A la anterior función de evaluación del sistema de gobierno corporativo, para asegurar que promueve de manera efectiva el interés social teniendo en cuenta, en su caso, a otros grupos interesados, se suma una evaluación de la política medioambiental y social<sup>121</sup>. Sobre dichas prácticas medioambientales y sociales la comisión también realizará ahora una función de supervisión para asegurar que están ajustadas con la estrategia y las políticas fijadas al respecto<sup>122</sup>.

Por otro lado, antes se hablaba de “la revisión de la política de responsabilidad corporativa de la sociedad, velando por que esté orientada a la creación de valor”<sup>123</sup>. Aunque ahora no se menciona esa “creación de valor”, ello parece no tener mayor importancia. La idea de creación de valor sigue estando presente en el principio 24 que, si bien ha experimentado algunos cambios terminológicos, se acompaña por el mismo texto explicativo que figuraba en el CBG 2015. Este principio alude a la necesidad de

---

<sup>119</sup> CBG (2020), recomendación 54 a).

<sup>120</sup> CBG (2020), recomendación 54 b).

<sup>121</sup> CBG (2020), recomendación 54 c).

<sup>122</sup> CBG (2020), recomendación 54 d).

<sup>123</sup> CBG (2015), recomendación 53 d).

“identificar cuestiones sociales que permitan la creación de valor compartido”, además de señalar a la creación de valor como fundamento de la empresa.

No obstante, como se señala, este principio 24 se ha visto modificado en algunos extremos. Al igual que ocurre con la recomendación 54 d) CBG 2020, ya no se habla de “responsabilidad social corporativa”. Ahora el concepto se ve expandido, señalándose que el consejo de administración tendrá la facultad indelegable de promover una política “adecuada de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales”. Según indicaba la propia propuesta de modificación de la CNMV, la introducción de estos términos junto al de “sostenibilidad” tiene su razón de ser en su mayor uso y en poder considerarlos más amplios, con capacidad para comprender otros fenómenos como la protección de los derechos humanos o la lucha contra la corrupción<sup>124</sup>.

Por último, sorprende, *a priori*, la supresión de la función de evaluación de los riesgos no financieros de la sociedad<sup>125</sup> y de la función de coordinación del reporte de información no financiera y sobre diversidad<sup>126</sup>, que se atribuía con anterioridad a esta comisión. Es la comisión de auditoría la que ahora se habrá de encargar de esta tarea<sup>127</sup>. Como se señala en las explicaciones a las propuestas de modificación del CBG 2015, la introducción del estado de información no financiera por parte de Ley 11/2018, de 28 de diciembre, hacía recomendable que fuera la comisión de auditoría la que se encargara en adelante de esta supervisión, tanto en lo relativo a los riesgos financieros como a los no financieros<sup>128</sup>. Igualmente, la antigua recomendación relativa a su publicación<sup>129</sup> ahora se ve suprimida, dado que la información relacionada con la responsabilidad social corporativa queda comprendida en el estado de información no financiera, que formará parte del informe de gestión de conformidad con la Ley 11/2018<sup>130</sup>.

---

<sup>124</sup> CNMV, *Propuesta de modificación de determinadas recomendaciones del Código de Buen Gobierno*, 14 de enero de 2020, p. 11.

<sup>125</sup> CBG (2015), recomendación 53 g).

<sup>126</sup> CBG (2015), recomendación 53 h).

<sup>127</sup> CBG (2020), recomendación 42 a).

<sup>128</sup> *Ibíd.*

<sup>129</sup> CBG (2015), recomendación 55.

<sup>130</sup> La propuesta no consideraba necesario mantener la obligación de publicar el informe de gobierno corporativo para aquellas sociedades con menos de 500 trabajadores, *vid.* CNMV, *Propuesta de*

### 3.3 LA SENDA DE LA SOSTENIBILIDAD EN CLAVE EUROPEA

La tendencia en el plano europeo ha sido hacer que tanto el funcionamiento de las sociedades como su actividad empresarial queden ligados a la idea de sostenibilidad<sup>131</sup>. En julio de 2020, la Comisión Europea publicó un informe en el que se señalaba al cortoplacismo inversor y las decisiones de los administradores de las sociedades cotizadas como los principales obstáculos para la sostenibilidad económica, medioambiental y social de las empresas europeas. El informe analizaba estos problemas y recogía un elenco de propuestas para alinear la actividad de las empresas con los ODS de Naciones Unidas y los objetivos establecidos en el Acuerdo de París<sup>132</sup>.

El informe observa deficiencias en los incentivos, la organización y los deberes de los administradores, en el comportamiento de los inversores y en la falta de estrategias empresariales en sostenibilidad, lo que repercute en perjuicio de un desarrollo largo plazo. Para atajar estos problemas, y con el objetivo general de fomentar un gobierno corporativo más sostenible y una mayor responsabilidad en la creación de valor, el informe apunta a la necesidad de fortalecer el papel de los administradores tanto en la consecución del interés a largo plazo como a su responsabilidad en la integración de la sostenibilidad en la toma de decisiones y en la promoción de prácticas de gobierno corporativo que la fomenten.

---

*modificación de determinadas recomendaciones del Código de Buen Gobierno*, 14 de enero de 2020, p. 11 [consultado: 11 de marzo de 2021]. Disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/ConsultaCBG\\_2020.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/ConsultaCBG_2020.pdf).

<sup>131</sup> Vid. NOTI, K. et al., *Corporate social responsibility (CSR) and its implementation into EU Company law*, Departamento Temático de Derechos de los Ciudadanos y Asuntos Constitucionales del Parlamento Europeo, 2020. Como se destaca, “over the recent years, the focus of the Commission moved from the notion of CSR towards a notion of RBC as closely intertwined with sustainability”, p. 23.

<sup>132</sup> ERNST & YOUNG, *Study on directors’ duties and sustainable corporate governance*, Dirección General de Justicia y Consumidores de la Comisión Europea, 2020. [consultado: 28 de noviembre de 2020]. Disponible en: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>.



Aunque el estudio ha sido criticado por parte de la doctrina internacional especializada en materia de gobierno corporativo<sup>133</sup>, ha servido junto con otro informe<sup>134</sup> como base para la preparación de una iniciativa legislativa por parte de la Comisión Europea<sup>135</sup>. Denominada “Sustainable Corporate Governance”, dicha iniciativa tiene como finalidad la elaboración de una propuesta de directiva para asegurar la creación de valor a largo plazo, así como la búsqueda de una mejor alineación de los intereses de las empresas con los de sus accionistas, sus administradores, los *stakeholders* y la sociedad en su conjunto<sup>136</sup>.

La propuesta, la cual se plantea a la par que una futura revisión de la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014<sup>137</sup>, destaca dos efectos del referido cortoplacismo. Por un lado, el hecho de que los administradores se centren en los intereses de los accionistas sin prestar la debida atención a los demás intereses, representados por los *stakeholders*, lleva a las empresas a sufrir los efectos de su incapacidad de atajar los riesgos e impactos que su actividad genera en el medio ambiente, la sociedad y los derechos humanos. Por otro, surge la imposibilidad de que la

---

<sup>133</sup> Vid. EDMANS, A., “Response to the European Commission Study on Sustainable Corporate Governance”, s/f, [consultado: 12 de marzo de 2021]. Disponible en: <https://alexedmans.com/wp-content/uploads/2020/10/European-Commission-Sustainable-Corporate-Governance.pdf>; ROE, M. J. et al., “Law and Business Professors’ Submission to the EU on EY’s “Study on directors’ duties and sustainable corporate governance”. Response to the European Commission’s call for feedback on its Sustainable Corporate Governance initiative”, 8 de octubre de 2020, [consultado: 18 de diciembre de 2020]. Disponible en: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640>.

<sup>134</sup> BRITISH INSTITUTE OF INTERNATIONAL AND COMPARATIVE LAW, CIVIC CONSULTING y LSE, *Study on due diligence requirements through the supply chain*, Dirección General de Justicia y Consumidores de la Comisión Europea, 2020, [consultado: 22 de febrero de 2021]. Disponible en: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/8ba0a8fd-4c83-11ea-b8b7-01aa75ed71a1/language-en#>.

<sup>135</sup> Dentro del programa de trabajo de la Comisión para 2021, se engloba bajo el título de “Una Economía al Servicio de las Personas”, vid. COMISIÓN EUROPEA, *Programa de trabajo de la Comisión para 2021. Una Unión de vitalidad en un mundo de fragilidad*, COM(2020) 690 final, 19 de octubre de 2020, [consultado: 21 de noviembre de 2020]. Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2021\\_commission\\_work\\_programme\\_and\\_annexes\\_es.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2021_commission_work_programme_and_annexes_es.pdf).

<sup>136</sup> COMISIÓN EUROPEA, *Proposal for legislation fostering more sustainable corporate governance in companies*, Inception impact assessment - Ares(2020)4034032, 30 de julio de 2020, [consultado: 14 de noviembre de 2020]. Disponible en: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance>.

<sup>137</sup> 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 (DOUE, 15 de noviembre de 2015, L 330/1-9).

sociedad integre oportunidades potenciales de inversión y de generación de resiliencia empresarial.

Por estos motivos, la propuesta señala como objetivo el integrar la sostenibilidad con el gobierno corporativo. Pero, avanzando un paso más respecto de reformas anteriores, se hace una muy clara alusión a que los intereses de los administradores, los accionistas, los *stakeholders* y la sociedad deben estar alineados. A tal fin, serán los primeros, los administradores, quienes deberán tener en cuenta a todos los demás *stakeholders* como parte de su deber de promover los intereses de la empresa y perseguir sus objetivos.

Esta referencia clara al deber de lealtad de los administradores supone un hecho totalmente nuevo en el proceso de transformación de las sociedades de capital, que afecta a un elemento mucho más profundo. Se pasa de hacer referencia a los intereses de otros sujetos en relación con las políticas empresariales de RSC o, de una manera abstracta, respecto a la orientación de la actividad, para hacerlo ahora respecto de los deberes del órgano de gestión. Tal alusión afecta de lleno a un elemento esencial de la configuración societaria como es la figura de los administradores, máxime cuando la trasgresión de su deber de lealtad implica un riesgo elevado en términos de responsabilidad.

Con similar enfoque, el 17 de diciembre de 2020 el Parlamento Europeo adoptó una resolución sobre gobierno corporativo sostenible, en la cual se reitera una vez más la idea de que la sostenibilidad implica tener en cuenta aspectos sociales y medioambientales para poder atajar los riesgos asociados a la actividad empresarial<sup>138</sup>. Pero los puntos más interesantes de esta resolución son otros. En primer lugar, la resolución destaca la insuficiencia de los instrumentos de *soft law* para llevar a cabo los cambios deseados y subraya la necesidad de realizar genuinas reformas legislativas (letra C y nº 19). En segundo, se vuelve a hacer alusión a los deberes de los administradores (letra Q y nº 21), que a continuación se reproduce por su especial interés:

“Q. Considerando que los consejeros de las empresas tienen el deber legal y estatutario de actuar en interés de sus empresas; que este deber ha sido objeto

---

<sup>138</sup> Resolución del Parlamento Europeo, de 17 de diciembre de 2020, sobre la gobernanza empresarial sostenible (2020/2137(INI)). Gobernanza empresarial sostenible. P9\_TA(2020)0372, 17 de diciembre de 2020 [consultado: 12 de enero de 2021]. Disponible en: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/seance\\_pleniere/textes\\_adoptes/definitif/2020/12-17/0372/P9\\_TA\(2020\)0372\\_ES.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/seance_pleniere/textes_adoptes/definitif/2020/12-17/0372/P9_TA(2020)0372_ES.pdf).

de diferentes interpretaciones en diferentes jurisdicciones y el interés de la empresa se ha equiparado a menudo con los intereses financieros de los accionistas; que lo que se considera el interés de la empresa también debe incorporar el interés de las partes interesadas correspondientes, incluidos los empleados, así como intereses sociales más amplios; que una interpretación estricta de este deber, junto con la obsesión excesiva por la maximización de los beneficios a corto plazo, repercute negativamente en los resultados a largo plazo y en la sostenibilidad de las empresas y, por tanto, en los intereses a largo plazo de los accionistas;

(...)

21. (...) el deber de diligencia que los consejeros tienen hacia su empresa también exige atenerse al deber de no dañar los ecosistemas y proteger los intereses de las partes interesadas pertinentes, incluidos los empleados, que puedan verse afectadas negativamente por las actividades de la empresa”.

Como cabría esperar, estas propuestas han generado cierta inquietud entre los diversos operadores jurídicos. Si la intervención legislativa que venga a positivizar estos postulados a favor de la sostenibilidad termina por establecer una redefinición de los deberes de los administradores de estas características, implicaría una reforma radical del modo de entender el interés social en las sociedades de capital. Por el régimen de responsabilidad que su transgresión conlleva, la reforma de los deberes de los administradores trastocaría la actividad de las empresas de manera determinante.

Así, parece pretenderse que los administradores adopten una función cuasi pública, como encargados de tutelar los intereses de una pluralidad de sujetos y sobre un amplio conjunto de materias, más allá de procurar el lucro empresarial. La protección de estos valores era un aspecto que hasta la fecha se venía realizando a través de la regulación propia de otras áreas del ordenamiento, extramuros de la normativa societaria. Ahora, probablemente por la incapacidad de los gobiernos de ser eficaces en la defensa de intereses públicos, la protección de intereses extrasociales cristaliza en el núcleo duro del Derecho de sociedades. En definitiva, la reforma proyectada busca delegar parte de la función de

protección de intereses generales en las empresas, reformulando con ello su interés social y volviendo a vincular al sector privado con funciones propias del Estado<sup>139</sup>.

## 4. CONCLUSIONES

Lo anteriormente expuesto parece indicar que la senda que ha de recorrer el Derecho de sociedades en el futuro ya no estará dirigida a introducir meros cambios en las relaciones entre accionistas y administradores, como ocurría con los enfoques de gobierno corporativo, o respecto del resto de *stakeholders*, como acaeció con la relativa juridificación de la RSC. Ahora, la sostenibilidad redirige la acción hacia un cambio de mucho mayor calado a través de la redefinición de los deberes de los administradores.

Hasta que se empiecen a concretar lo que hasta la fecha son sólo propuestas, a lo más que pueden aspirar los operadores jurídicos es a denunciar los posibles efectos perversos que una bienintencionada reforma puede suponer. A la vez, tomando las palabras de BERLE, premonitorias sobre su aplicación a este nuevo contexto al que se enfrenta el Derecho de sociedades, “mientras tanto, como abogados, lo mejor es que protejamos los intereses que conocemos, siendo no menos rápidos en atender los nuevos intereses a medida que vayan apareciendo”<sup>140</sup>.

En última instancia, cabe preguntarse si no estamos ante un intento de redefinir los modos de producción que, dentro de un sistema de producción capitalista y en el contexto de un mundo globalizado, son desarrollados a través del instrumento de la sociedad anónima. Bien por la responsabilidad que tienen las empresas como consecuencia de los efectos nocivos que su actividad produce a la sociedad, bien por la imposibilidad de los gobiernos de actuar de una manera realmente eficaz para controlar estos riesgos, la actividad

---

<sup>139</sup> Se han publicado publicadas unas recientes conclusiones conjuntas, del Parlamento Europeo, el Consejo de la Unión Europea y la Comisión Europea que resaltan, entre los objetivos de la Unión Europea para lo que resta de legislatura, la necesidad de trabajar por una “Europa más competitiva y sostenible”. Más centradas en el corto plazo, destaca la presentación de una serie de iniciativas legislativas para este 2021 que, bajo el lema de “una Europa más saludable, más ecológica, más digital, más justa y más social, que no deje a nadie atrás”, van encaminadas a alcanzar una sociedad y economía más resiliente, *vid.* Conclusiones Conjuntas del Parlamento Europeo, el Consejo de la Unión Europea y la Comisión Europea sobre los objetivos y las prioridades para el periodo 2020-2024 (2021/C 451 I/02) (DOUE, 29 de diciembre de 2020, CI 454-5) y Declaración conjunta del Parlamento Europeo, el Consejo de la Unión Europea y la Comisión Europea Prioridades legislativas de la UE para 2021 (2021/C 451 I/01) (DOUE, 29 de diciembre de 2020, CI 451-3).

<sup>140</sup> *Id.* BERLE, A. A., “For Whom Corporate Managers Are Trustees”, *op. cit.*, p. 1372.

productiva parece desplazarse de un libre mercado donde, teóricamente, la acción de la “mano invisible” serviría de generadora del bienestar social, a una producción “sostenible”, en la que a las grandes corporaciones se les impone un compromiso directo con el interés común.

Este cambio implica una instrumentalización de entidades privadas para alcanzar objetivos generales, cuya consecución, en principio, correspondería al Estado. Sin duda, la economía es un medio para satisfacer las necesidades de los ciudadanos. Lo complicado es saber cuál es la manera idónea de alcanzar tal fin y si se ha de recurrir a la libre iniciativa privada para que, dentro de un marco regulatorio, posibilite una distribución eficiente de los recursos o si, por el contrario, se requiere de una intervención mucho más fuerte que vincule la actuación de las empresas a fines políticos generales, como ya ocurrió en el pasado.

Este proceso evolutivo no deja de ser un capítulo más en la historia de la configuración de las grandes sociedades de capital, pero aún está por ver su eficacia práctica. Al respecto, se ha señalado que los administradores nunca tendrán incentivos para beneficiar a sujetos distintos a los accionistas porque, entre otras razones, son elegidos exclusivamente por éstos<sup>141</sup>. Quizá el siguiente paso sea integrar a los *stakeholders* en los consejos de administración o avanzar hacia una economía corporativista, donde Estado y empresas funcionen de manera coordinada. Por último, no cabe descartar que al final todo quede en meras propuestas y palabras vacías sin una materialización jurídica sustantiva.

---

<sup>141</sup> *Ibíd.*, p. 56; Muy interesante al respecto es la teoría del “selectorado”. Aunque principalmente referida al funcionamiento de los distintos regímenes políticos, sus postulados teóricos podrían servir para explicar el funcionamiento del órgano de administración de las sociedades de capital, *vid.* BUENO DE MESQUITA, B. y SMITH, A., *The Dictator's Handbook. Why Bad Behavior is Almost Always Good Politics*, Public Affairs, Nueva York, 2011, *passim*.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO, J., “El reconocimiento de la personalidad jurídica en la construcción del Derecho de Sociedades”, *InDret*, núm. 1, 2006, pp. 1-104.
- ARMOUR, J., HANSMANN, H., KRAAKMAN, R., y PARGENDLER, M., “What Is Corporate Law?”, en KRAAKMAN, R. et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2017, p. 1-28.
- ASCARELLI, T., *Principios y problemas de las sociedades anónimas*, Imprenta universitaria, México, 1951.
- BEBCHUK, L. A. y TALLARITA, R., “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, *Cornell Law Review*, vol. 106, núm. 1, 2020, pp. 91-177.
- BERLE, A. A., “Corporate Powers as Powers in Trust”, *Harvard Law Review*, vol. 44, núm. 7, 1931, pp. 1049-1074.
- BERLE, A. A., “For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note”, *Harvard Law Review*, vol. 45, núm. 8, 1932, pp. 1365-1372.
- BERLE, A. A. y MEANS, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, Nueva York, 1933.
- BUENO DE MESQUITA, B. y SMITH, A., *The Dictator’s Handbook. Why Bad Behavior is Almost Always Good Politics*, Public Affairs, Nueva York, 2011.
- CHANDLER, A. D., *The Visible Hand. The Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press, Cambridge y Londres, 1977.
- DAVOUDI, L., MCKENNA, C. y OLEGARIO, R., “The historical role of the corporation in society”, *Journal of the British Academy*, vol. 6, núm. 1, 2018, pp. 17-47.
- DODD, E. M., “For Whom Are Corporate Managers Trustees?”, *Harvard Law Review*, vol. 45, núm. 7, 1932, pp. 1145-1163.
- EMBID IRUJO, J. M., “Aproximación al significado jurídico de la responsabilidad social corporativa”, *Revista de derecho mercantil*, núm. 316, 2020, pp. 11-44.
- EMBID IRUJO, J. M., “Capítulo 54. Gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa: del desencuentro a la comunicación”, en JUSTE, J. y ESPÍN, C. (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2017, pp. 447-464.
- EMBID IRUJO, J. M. y DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law*, Boletín Oficial del Estado, Madrid, 2016.

- FREEMAN, R. E., “Stakeholder Theory of the Modern Corporation”, en HOFFMAN, W. M., FREDERICK, R. E. y SCHWARTZ, M. S. (Eds.), *Business Ethics: Readings and Cases in Corporate Morality*, McGraw Hill, Boston, 2014, pp. 184-191.
- FREEMAN, R. E., HARRISON, J. S., y WICKS, A. C., *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success*, Yale University Press, New Haven y Londres, 2007.
- FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times*, Nueva York, 13 de septiembre de 1970.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, E., “Observaciones sobre el fundamento de la inderogabilidad singular de los Reglamentos”, *Revista de Administración Pública*, núm. 27, 1958, pp. 63-86.
- GARCÍA MANDALONIZ, M., “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera”, *Revista de derecho de sociedades*, núm. 54, 2018, pp. 99-142.
- GELTER, M., “Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light”, *N.Y.U. Journal of Law and Business*, vol. 7, núm. 2, 2011, pp. 641-730.
- GIRÓN TENA, J., “Las sociedades mercantiles en el Código de Comercio”, en VV.AA., *Centenario del Código de Comercio*, vol. I, Ministerio de Justicia, Madrid, 1986, pp. 168-209.
- HARRIS, R., “Trading with strangers: the corporate form in the move from municipal governance to overseas trade”, en WELLS, H. (Ed.), *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, Edward Elgar, Cheltenham y Northampton, 2018, pp. 88-118.
- HECKSCHER, E. F., *Mercantilism*, vol. I, George Allen & Unwid Ltd., Londres, 1935.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., “El interés social de las sociedades de capital en la encrucijada: interés de la sociedad e intereses en la sociedad, la responsabilidad social corporativa y la «tercera vía» societaria”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, año 33, núm. 133, 2014, pp. 79-126.
- HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de la sociedad anónima en España*, Tecnos, Madrid, 1998.
- HIERRO ANIBARRO, S., “La sociedad anónima de la codificación”, *Anuario de la Facultad de Derecho - Universidad de Alcalá*, núm. 6, 1996-1997, 19-39.
- HIERRO ANIBARRO, S. y ZABALETA DÍAZ, M., “Cogestión y gobierno corporativo en Europa: Un viaje de ida y vuelta”, *Revista de derecho de sociedades*, núm. 52, 2018, pp. 61-105.

- MARTÍN VERGARA, C., “Algunas consideraciones sobre el sistema clásico de proteccionismo del accionariado en la gran sociedad anónima”, *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, núm. 11, 1987, pp. 29-51.
- MARTÍNEZ GIJÓN, J., “Las sociedades por acciones en el Derecho español del siglo XVIII”, *Revista del Instituto de Historia del Derecho Ricardo Levene*, vol. 19, 1968, pp. 64-90.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., “El fomento del equilibrio en el gobierno corporativo y la promoción de la sostenibilidad por medio de él”, en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (Dir.), *Interés social y gobierno corporativo sostenible: deberes de los administradores y deberes de los accionistas*, Aranzadi, Cizur Menor, 2019, pp. 25-35.
- MATILLA QUIZA, M. J., “Las compañías privilegiadas en la España del Antiguo Régimen”, en ARTOLA, M. (Ed.), *La economía española al final del Antiguo Régimen. IV. Instituciones*, vol. IV, Alianza Editorial - Banco de España, Madrid, 1982, pp. 270-401.
- MENÉNDEZ, A., “Autonomía económica liberal y Codificación mercantil española”, en *Centenario del Código de Comercio*, vol. I, Ministerio de Justicia, Madrid, 1986, pp. 44-82.
- OGILVIE, S., *Institutions and European Trade. Merchant Guilds, 1000-1800*, Cambridge University Press, Cambridge, 2011.
- OGILVIE, S., “The Economics of Guilds”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, núm. 4, 2014, pp. 169-192.
- PARDESSUS, J. M., *Cours de Droit commercial*, vol. II, Societé Belge de Librairie Hauman e Ce, Bruselas, 1842.
- PAZ-ARES, C., “La anomalía de la retribución externa de los administradores”, *InDret*, núm. 1, 2014, pp. 1-53.
- RATHENAU, W., *In Days to Come*, Alfred A. Knopf Inc., Nueva York, 1921.
- ROLLAND DE VILLARGUES, J. J. F. (Ed.), *Dictionnaire du droit civil, commercial et criminel*, vol. VIII, 4ª ed., Bruylant-Christophe & Cie Éditeura, Bruselas, 1889.
- SÁNCHEZ-CALERO, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 246, 2002, pp. 1653-1725.
- SANTUARI, A., “The joint stock company in nineteenth century England and France: King v. Dodd and the Code de Commerce”, *The Journal of Legal History*, vol. 14, núm. 1, 1993, pp. 39-52.



- STERN, P. J., “The Corporation in History”, en BAARS, G. y SPICER, A. (Eds.), *The Corporation. A Critical, Multi-Disciplinary Handbook*, Cambridge University Press, 2017, pp. 21-46.
- STOUT, L. A., “Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy”, *Southern California Law Review*, vol. 75, núm. 5, pp. 1189-1209.
- TURNER, J. D., “The development of English company law before 1900”, en WELLS, H. (Ed.), *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, Edward Elgar, Cheltenham y Northampton, 2018, pp. 121-141.
- VARELA, L. V., *La intervención de los gobiernos en las sociedades anónimas*, J. Lajouane & Cía. Editores, Buenos Aires, 1908.
- WEBER, M., *Economía y sociedad. Esbozo de sociología comprensiva*, Fondo de Cultura Económica, Madrid, 2002.
- WEINER, J. L., “The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation”, *Columbia Law Review*, vol. 64, núm. 8, 1964, pp. 1458-1467.