



**Breve apunte sobre la evolución histórica
del gobierno corporativo en los EE.UU.,
y la participación ciudadana
en su configuración, de 1840 a 2014**

Iñigo Zavala Ortiz de la Torre

COLECCIÓN DEUSTO
SOBRE COOPERATIVISMO

Dykinson, S.L.

Breve apunte sobre la evolución histórica del gobierno corporativo en los EE.UU., y la participación ciudadana en su configuración, de 1840 a 2014

Iñigo Zavala Ortiz de la Torre

Doctor en Derecho. Profesor de la Universidad de Deusto

**Breve apunte sobre la evolución
histórica del gobierno corporativo
en los EE.UU., y la participación
ciudadana en su configuración,
de 1840 a 2014**

Dykinson, S.L.

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a Cedro (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con Cedro a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 917021970/932720407

Este libro ha sido sometido a evaluación por parte de nuestro Consejo Editorial

Para mayor información, véase www.dykinson.com/quienes_somos

COLECCIÓN DEUSTO SOBRE COOPERATIVISMO
VEGA ARNÁEZ ARCE
(DIRECTORA)

© Iñigo Zavala Ortiz de la Torre
Madrid, 2017

Editorial DYKINSON, S.L.
Meléndez Valdés, 61 - 28015 Madrid
Teléfono (+34) 915442846 - (+34) 915442869
e-mail: info@dykinson.com
<http://www.dykinson.es>
<http://www.dykinson.com>

ISBN: 978-84-9148-304-5

Preimpresión:
Besing Servicios Gráficos, S.L.
besingsg@gmail.com

Índice

Introducción.....	11
 CAPÍTULO 1. De 1840 a 1890. El nacimiento de la gran sociedad por acciones	 15
1.1. El <i>laissez-faire</i> y la competencia incontrolada	15
1.2. Concentración y Sherman act	17
1.3. La «revolución de New Jersey»	20
 CAPÍTULO 2. De 1900 a 1930. Los accionistas como inversores	 25
2.1. Accionistas de «la nueva América»	25
2.2. Las primeras exigencias de información a las sociedades.....	26
2.3. Intentos iniciales de promulgar una ley federal de sociedades.....	27
2.4. El incremento del número de accionistas.....	32
2.5. La legislación bancaria y los primeros proyectos de las leyes de valores	35
2.6. Origen intelectual del gobierno corporativo.....	38
 CAPÍTULO 3. De 1930 a 1970. Nuevas leyes, la <i>Securities Exchange Commission</i>. El «managerialism»	 65
3.1. Las leyes	65
3.2. Douglas y nuevos intentos de un <i>corporate law</i> federal	68

3.3.	Los cuarenta y los cincuenta: dos décadas perdidas .	72
3.4	Los años sesenta: el relanzamiento de la SEC y la «back-office crisis».....	73
CAPÍTULO 4. El recorte de derechos a los accionistas y el advenimiento del «manager centric model»		79
4.1	La idea original de las <i>shareholder proposals</i>	81
4.2.	Las modificaciones de finales de los cuarenta	84
4.3.	La «ordinary business proposal»	85
4.4.	Las limitaciones a la repetición de las propuestas	86
CAPÍTULO 5. De 1970 a 1990. El fin del «management centric model» y el reganismo desrregulatorio		89
5.1.	Los setenta. El despertar de los accionistas	89
5.2.	Los grandes escándalos	91
5.3.	Los «settlements».....	94
5.4.	La actuación de la SEC y los primeros códigos de organizaciones profesionales y empresariales	95
5.5.	El origen del consejo como órgano monito- rizador.....	99
5.6.	<i>May day</i>	101
CAPÍTULO 6.Los ochenta y el mercado de adquisiciones societarias		103
CAPÍTULO 7. La década de los noventa y la consolidación de la <i>shareholder primacy</i>		109
7.1.	Década demócrata, y sin embargo, inercia desrreguladora	109
7.2.	Internacionalización del gobierno corporativo.....	113

CAPÍTULO 8. De 2000 a 2014. Los inversores institucionales y las respuestas legales a las distintas crisis	117
8.1. La definitiva irrupción de los inversores institucionales como árbitros del corporate governance	117
8.2. Enron y la Sox.....	118
8.3. La crisis y la Dodd-Frank	121
8.4. La consolidación de la SHWM. El accionista como centro del universo societario	123
Bibliografía.....	131

Introducción

Este trabajo, sólo pretende realizar una exposición –desde una perspectiva histórica– sobre cuáles fueron los orígenes del gobierno corporativo de las sociedades en los EE.UU., así como –y directamente relacionado con ello– la participación que los ciudadanos en general y el pequeño accionista en particular, tuvieron en ella.

Veremos cómo ha sido una lucha desigual y demasiado larga en el tiempo. Que paradójicamente acabó con la *shareholder wealth maximization*, como “fin social” indiscutido que deberían perseguir el management de las sociedades. Y decimos que paradójicamente ya que cuando finalmente –y sobre la base de una cimentación intelectual realizada sobre la idea del desvalido, timorato y pequeño accionista, se determina que sea él el beneficiario directo de la actuación de la dirección o management–, resulta que (y no por casualidad), este ha desaparecido, siendo sustituido por los gigantescos fondos de pensiones que son los actuales actores del universo societario. Obviamente, estos monstruos de las finanzas, no tienen nada de desinformados ni de timoratos en su forma de actuar. Al contrario, buscan, en su mayoría, el beneficio inmediato y desproporcionado, aún a costas del resto de interesados o constituencias de la sociedad.

Analizaremos los diversos –y fallidos– intentos por aprobar una Ley General de Sociedades de ámbito federal. Intentos que se estrellaron contra la negativa de los Estados federados a prescindir de tan sabrosa competencia. Veremos las consecuencias de este “guerra” entre los Estados de la Unión, por atraer a su jurisdicción el máximo número de sociedades. Lucha que terminó en lo que la doctrina, de forma un tanto peyorativa ha venido a denominar “*race to the bottom*”. Seguidamente, comentaremos como tímidamente, y a través de las primeras leyes que trataron de regular la actividad bancaria y la prohibición de las concentraciones económicas que afectarían a la competencia, se realizaron las primeras referencias al gobierno corporativo de las sociedades.

Realizaremos un repaso a la base teórico doctrinal, que principalmente y como reacción a los abusos y escándalos de principios de siglo, surgió para denunciarlos. Nos referimos, por supuesto, a los trabajos de Brandeis, Lippman, Veblen, Ripley y Berle y Means. Pensamiento que sirvió de base para las dos grandes leyes (en lo que a este trabajo se refiere) aprobadas por la Administración Roosevelt, como reacción al Crash del 29. Tanto la Securities Act del 33, como la Securities Exchange Act, aprobada un año después, son fiel reflejo del New Deal, y de una forma de entender el mercado y el funcionamiento de las sociedades que, probablemente, no ha vuelto a darse en la historia reciente de los Estados Unidos de América.

De hecho, y tras la Segunda Guerra Mundial, exponemos como se procedió de forma sistemática a dejar vacíos de contenido a muchos de los derechos atribuidos por las dos mencionadas leyes a los pequeños accionistas. Sólo en los años setenta, debido

a diferentes escándalos corporativos, y a una crisis económica que hizo tambalearse la hasta entonces incontestable autoridad del management, se empezó a invertir este proceso, restituyéndose a los accionistas los derechos que les fueron sustraídos con alevosía, premeditación y nocturnidad. Pero tal y como antes hemos señalado, esta “vuelta a la normalidad” tenía trampa. La tipología del accionista del siglo XXI, nada tenía que ver con el defendido por Brandeis, Ripley, Gardiner y Means. Ahora, los nuevos accionistas son unos colosos con todo tipo de recursos, capaces de tumbar o aupar hasta el infinito la cotización de las acciones de las grandes multinacionales.

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

CAPÍTULO 1

De 1840 a 1890. El nacimiento de la gran sociedad por acciones

1.1. EL *LAISSEZ-FAIRE* Y LA COMPETENCIA INCONTROLADA

La utilización del tipo legal de la sociedad mercantil capitalista, con responsabilidad limitada de los socios a su aportación al capital, tiene su época de esplendor entre los años 1840 y 1850, como consecuencia de la necesidad de grandes capitales para financiar la construcción de los ferrocarriles en los EE.UU. Para entonces, la estructura de la sociedad por acciones (ya desde la East India) tenía las características definitorias de la actual.

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

general y riquezas sin límite para los ciudadanos que tuvieran éxito en sus empresas.

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

Esta corriente de pensamiento estaba, además, espoleada por las oportunidades económicas que se presentaron tras el final de la Guerra de Secesión (1865). El resultado fue la constitución de una gran cantidad de empresas. Estas sociedades tuvieron que desenvolverse en un mercado sometido a una brutal y despiadada competencia estimulada desde el Gobierno y la Judicatura. El resultado fue devastador¹.

Debido a los desastrosos efectos de esta política, surgieron movimientos ciudadanos (como el denominado *Gospel Movement*²) que propugnaban una cierta

1 Lawrence E. Mitchell, *The speculation economy. How finance triumphed over industry* (San Francisco; Berrett-Koehler, 2007), 17.

2 Este movimiento social liderado por el pastor protestante Washington Gladen tuvo una gran importancia en la segunda mitad del siglo XIX. Estaba integrado por un grupo de jóvenes economistas que en su mayoría habían estudiado en Alemania, y estaban muy influidos por la Escuela Historicista de pensamiento económico alemán (Historische Schule

forma de cooperación empresarial, sobre la base de principios cristianos, para de alguna manera mitigar los daños causados por la no regulada y desaforada búsqueda del beneficio. No pudo ser.

1.2. CONCENTRACIÓN Y SHERMAN ACT

En efecto, como antes hemos mencionado, con la construcción de los grandes ferrocarriles se empezó a utilizar de forma generalizada la *corporation*³ como la forma social que ofrecía ventajas que eran impensables para los propietarios individuales, y para los socios de sociedades personalistas (*partnership*). En especial, la limitación de la responsabilidad, y la falta de una legislación que exigiera efectivos desembolsos, permitía a los socios emitir deuda y acciones sin efectivas aportaciones al capital social, de forma masiva⁴.

La antes mencionada recomendación de cooperación entre las empresas, tuvo un cierto éxito, aunque solo entre las de ferrocarriles. Estas eran compañías que tenían que desarrollar su trabajo en varios esta-

der Nationalökonomi) de Edwinn Seligman. Desarrollaron una doctrina basada tanto en la regulación (o intervención del Estado) como en la cooperación. Entre ellos, estaba el que luego sería presidente de los Estados Unidos, Woodrow Wilson. <http://www.u-s-history.com/pages/h850.html>.

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

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

dos, por lo que la cooperación entre ellas se impuso como alternativa claramente preferible a una competencia que, en este sector económico, era suicida. Sin embargo, esta incipiente cooperación entre sociedades pronto se vio obstaculizada por dos circunstancias bien distintas. La primera fue que los Estados federados intuyeron el peligro de perder el control sobre las sociedades domiciliadas en su territorio, lo que motivó que pusieran todo tipo de impedimentos a la fusión o a cualquier otro modo de cooperación empresarial. En segundo lugar, el creciente miedo a los monopolios hizo que se aprobara también por los Estados federados, una legislación restrictiva de las fusiones y uniones; así como la prohibición de que las sociedades pudiesen ser propietarias de capital en otras sociedades. Para cuando el Gobierno federal aprobó en 1890 la Sherman Act⁵, existían ya catorce estados que a su vez habían aprobado legislación antimonopolio. Si bien la etapa de la competencia total había sido superada por una nueva fase de mayor colaboración a través de las grandes concentraciones empresariales, eran ahora los estados los que se oponían –con cierta lógica y no mucho éxito⁶– a las mismas.

La reacción de las grandes sociedades a estas limitaciones no se hizo esperar. Sírvanos como ejemplo la estrategia seguida por la Standard Oil para burlar toda la legislación estatal que impedía tener participaciones en empresas de otros estados. Samuel C.T. Dodd,

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

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

abogado de Rockefeller, tuvo la idea de crear compañías en Ohio, New Jersey, Pennsylvannia, Maryland y New York, que serían las propietarias de los activos de la Standard Oil en cada uno de esos estados. Los propietarios del capital de estas sociedades, aportaban el mismo a un *trust*⁷, el cual emitía resguardos acreditando la aportación realizada. La consecuencia formal de esta figura era la unificación de todos los accionistas de las diferentes corporations en un mismo trust, mientras que la propiedad de estas compañías quedaba separada. El «trust» había nacido y con él la denominación para referirse a la combinación de formas organizativas⁸ destinadas a crear una estructura legalmente permitida que agrupase las aportaciones al capital de distintas corporations⁹.

Tras la entrada en vigor de la Sherman Act, diversas sentencias comenzaron a desmontar el claro fraude de ley en el que consistía la artificial construcción de este tipo de trust. Y así, en 1890, el más alto tribunal del

7 El trust es una institución jurídica propia de la *common law*, pensada para que el control y administración de un patrimonio estuviese en manos de una persona preparada y «honesta» —de ahí su denominación— mientras que los beneficiarios de ese patrimonio eran unos terceros. Andrew Verstein, «Trustee or delegate? Understanding representation to illuminate shareholder governance and regulatory change», *European Company and Financial Law Review* 1 (2012): 74-100; Melanie B. Leslie, «Trusting trustees: fiduciary duties and the limits of default rules», *Georgetown Law Journal* 67 (2005): 94; Max M. Schazzenbach y Robert H. Stkoff, «Did reform of prudent trust investment laws change trust portfolio allocation?», *Journal of Law & Economics* 50 (2007): 681; Glenn Porter, *The rise of the big business*, 3ª ed., (Wheeling, Illinois, Wiley-Blackwell, 1973), 65.

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

9 Mitchell, *The speculation economy*, 29.

estado de Nueva York declaró a la H.O. Havemeyer's Sugar Trust, ilegal, debido al ardid de buscar la unificación del accionariado en un único trust; incumpliendo con ello la ley de sociedades de este estado. Esta decisión fue seguida en 1892 por la de la Corte Suprema de Ohio que obligó a segregar Standard Oil en diferentes empresas (Mobil, Exxon, Chevron, etc.).

1.3. LA «REVOLUCIÓN DE NEW JERSEY»

Ante esta nueva situación los legisladores del estado de New Jersey se dieron cuenta de que modificando su legislación, podrían atraer a su jurisdicción (y por tanto, a su ámbito fiscal) a las más importantes empresas del país. La razón de fondo fue la necesidad imperiosa de dinero con el fin de poder atender el pago y amortización de la deuda pública emitida durante la guerra civil. En el abogado James B. Dill encontraron la solución. Su plan tenía dos fases: la primera, la aprobación de una legislación específica, tal y como más adelante expondremos; y la segunda, la creación de una sociedad –The Corporation Trust Company of New Jersey– que tuviera como único objeto social, la promoción interestatal de las bondades de la nueva legislación. A estos efectos se imprimieron panfletos en los que se anunciaba que, contra reembolso, se enviarían los documentos necesarios para la constitución de la compañía. Una vez debidamente cumplimentados eran devueltos a la Secretaría de Estado de New Jersey, que se encargaba de la debida inscripción de la misma en su registro¹⁰. Así de simple. Así de fácil.

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

De este modo, entre 1889 y 1913, se produjo en este estado una relajación de la normativa societaria que animó a muchas compañías a trasladar su domicilio social a su territorio. A pesar de las críticas de otros estados, continuaron con su estrategia legislativa hasta que su gobernador W. Wilson se presentó como candidato demócrata –y ganó– las elecciones presidenciales de 1913. En efecto, durante la campaña electoral, se produjo una dulcificación de la agresiva política de sus legisladores a este respecto. Solo una vez que Wilson juró su cargo y ya instalado en la Casa Blanca, el Legislativo de New Jersey retomó de nuevo su audaz agenda reformista. Pero ya era demasiado tarde, otro pequeño estado se había adelantado: Delaware¹¹. Este estado consiguió inicialmente atraer a las sociedades por un motivo exclusivamente fiscal: una rebaja del impuesto que gravaba la aportación inicial al capital de las sociedades que se inscribían en su registro¹². Solo después desarrolló el cuerpo legal y los tribunales especializados que hoy en día fundamentan su liderazgo en cuanto al derecho societario se refiere.

Pero ¿qué es lo que realmente modificó el Legislativo de New Jersey, que a su vez, hizo cambiar la historia del derecho de sociedades y financiero de los EE.UU.? Los historiadores del Derecho¹³ señalan la

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

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

13 Don E. Mowry, «The abuse of the corporate charter», *Albany Law Journal* 69 (1907): 188. En Mitchell, *The speculation economy*, 42; Cfr. Fred Freeland, «History of holding company legislation in New York State: some doubts to the “New Jersey first” tradition», *Fordham Law Review* 24, 3 (1955):

aprobación en este estado de la Holding Companies Act de 1889, como el origen de esta transformación. Esta nueva ley supuso un cambio radical en dos aspectos. El primero, es la autorización a las compañías registradas en este estado, para comprar y mantener en su activo acciones de otras sociedades. Pero esto, aun siendo importante, tal y como dice Mitchell, no fue lo trascendental. El segundo y verdadero punto de inflexión fue la posibilidad de que estas sociedades pudiesen comprar acciones de otras sociedades, pagándolas con acciones propias. Esta, además, era una facultad que quedaba reservada en exclusiva al consejo de administración, sin necesidad de ratificación por los accionistas en junta general.

Bajo esta dinámica, y en la revisión de la General Corporation Act de 1896, se admitió la inscripción de cualquier sociedad en ese estado, siempre que tuviera un objetivo «legal», a lo que su sección séptima añadía que: «they might carry on their business in any state of the Union or in any foreign country»¹⁴. Es decir, se abandona por primera vez, el criterio seguido por todos los estados, de que tenía que existir una conexión entre el lugar elegido como domicilio social y la actividad mercantil real de la compañía. Por lo tanto y, según esta nueva legislación, una compañía podía inscribirse en este territorio sin necesidad de tener que realizar ningún tipo de actividad en el mismo.

Finalmente, en 1897 se aprobó una ley que protegía a los accionistas, directivos y consejeros de las sociedades domiciliadas en New Jersey, frente a cualquier reclamación realizada ante sus tribunales, pero

369, en el que trata de demostrar que fue el estado de Nueva York el primero que aprobó estas políticas.

¹⁴ <https://archive.org/stream/generalcorporati00newj#page/18/mode/2up>.

conforme a la legislación de cualquier otro estado. Esta legislación se aprobó dieciocho horas después de que los directivos de la Sugar Trust, fueran demandados por supuestas irregularidades cometidas en la vecina Nueva York. El círculo se había cerrado. El resto de los estados, tras unas primeras amenazas de represalias, optaron por seguir el mismo camino, la «*race to the bottom*» había comenzado.

Efectivamente, tras el allanamiento legal del camino, y ante la salvaje competencia de aquel momento económico, las sociedades optaron por su fusión¹⁵ o unión a través de diversas fórmulas jurídicas¹⁶. Esta concentración empresarial, nunca antes conocida, dio lugar al nacimiento de una serie de grandes monopolios, ante los que el Legislativo federal reaccionó, aprobando tal y como ya hemos comentado, la Sherman Act¹⁷. Pero era demasiado tarde: tanto la timorata aplicación de esta ley en su origen, como la deficiente técnica legislativa de su inicial redacción, no pudieron impedir la consolidación de la gran sociedad por acciones. Como dice Porter, «This did not happen universally or instantly, to be sure, but the corporation established its hegemony with relative speed and became the dominant institution in American society... The triumph of the corporation as the most

15 «The greatest wave of actual mergers came in the period 1897-1904, during which 4.227 American firms merged into 527 combinations. By 1904, some 318 trusts – most of which were center firms – were alleged to control two fifths of the nation manufacturing assets». McCraw, *Prophets of regulation*, 98; Melvin I. Uforsky, «Proposed federal incorporation in the progressive era», *American Journal of Legal History* 26 (1982): 160.

16 Véase Naomi R. Lamoreux, *The great merger movement in American business* (New York: Cambridge University Press, 1985).

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

powerful element in American life worked on many levels, affecting politics most immediately, reinforcing the prevailing gender, class, and ethnic order of American society, reshaping labor, and signaling the enshrinement of technology and science as the new American gods and consumption as a way of life. In short order the corporation would restructure much of society according to its own image»¹⁸.

18 Porter, *The rise of the big business*, 94.

CAPÍTULO 2

De 1900 a 1930

Los accionistas como inversores

2.1. ACCIONISTAS DE «LA NUEVA AMÉRICA»

Las grandes sociedades, en las críticas palabras de Mitchell, «were squeezing out the individual entrepreneur, transforming workers owners into wage laborers and destroying the very nature of private property upon which American individualism and, with it, American democracy were built»¹⁹. No obstante, incluso los que veían con preocupación esta transformación, también se daban cuenta de que la aparición de estas gigantescas corporations (así como el incipiente mercado en el que comprar y vender sus acciones), eran una magnífica oportunidad para que los ciudadanos llegasen a ser propietarios de alguna acción de la «Nueva América»²⁰.

19 Mitchell, *The speculation economy*, 96.

20 En sentido contrario se manifestó la United States Industrial Commission, al expresar su preocupación, en 1902, por la pérdida del control de los trabajadores sobre su vida laboral. En efecto, esta comisión era muy escéptica con respecto a la posibilidad de que los trabajadores pudiesen, a través de la compra de acciones, acceder al gobierno de los nuevos mastodontes societarios: «in view of the enormous and increasing size of the units of industrial control, any expectation of an effective participation of Wage-earners in the government of the great industries by any method ba-

Tanto el Gobierno, como los principales líderes económicos, y la prensa, se lanzaron desde el principio del siglo XX a cantar las alabanzas de la inversión en bolsa, lo que dio lugar a un progresivo incremento en el número de ciudadanos estadounidenses que pasaron a ser propietarios de acciones. El primer gran problema con que se encontraron todos los actores del mercado, fue que en el inicio de este período histórico, simplemente no existía información económico-financiera sobre las sociedades cotizadas. Y ello por dos motivos: uno, por la falta de voluntad de las propias sociedades que no querían dar información a la competencia y al regulador; y otro, por el estado cuasi embrionario en el que se encontraba la ciencia de la contabilidad. Pero según avanzaba el siglo, y por cuestión de imagen, fueron varias las empresas que empezaron a publicar, lo que podríamos denominar, los rudimentos de la actual información financiera. Entre las compañías –que por necesidad– fueron pioneras en el desarrollo de una contabilidad moderna, estaban las de ferrocarriles²¹, que aunque la generaban inicialmente para consumo interno, lo cierto es que también servía como fuente de información a los posibles inversores.

2.2. LAS PRIMERAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN A LAS SOCIEDADES

En 1900 eran veintisiete los estados que exigían la formulación de cierto tipo de información, que debía

sed on their individual ownership of the shares of the capital is chimerical». United States Industrial Commission, *Final Report* 19 (1902):804.

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

de enviarse a la autoridad competente (aunque no accesible a los inversores). Así mismo, y desde 1866, el NYSE²² demandaba a las empresas que cotizaban en este mercado la entrega de un informe anual de contenido económico financiero. Bien es cierto que raramente lo exigía. No fue hasta 1897 cuando realmente se empezó a cumplir de forma más o menos general con este requisito. De hecho, aquellas compañías que lo contravenían, simplemente aparecían en la lista de cotizadas con un asterisco que significaba que no respetaban todas las formalidades. A partir de este momento, poco a poco fueron presentándose balances ante el NYSE (que no cuentas de pérdidas y ganancias). Igualmente, fueron apareciendo formas alternativas de obtener información financiera, como fue la crónica de mercados que el Wall Street Journal comenzó a publicar en 1889, o los «*Manuals*» de John Moody en 1900.

2.3. INTENTOS INICIALES DE PROMULGAR UNA LEY FEDERAL DE SOCIEDADES

La cada vez más cruenta guerra legislativa entre los estados, y la falta de información uniforme sobre la situación económico financiera de las sociedades, hizo que desde principio del siglo xx se alzaran muchas voces solicitando la aprobación de una ley de sociedades a nivel federal (ya veremos cómo esta demanda, ampliamente solicitada por eminentes pro-

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

fesores y políticos durante más de cien años, nunca ha tenido el apoyo necesario para su aprobación). En concreto, existían dos posturas distintas. Una, era la que planteaba que aquellas compañías que comerciaban en más de un estado quedasen reguladas por la nueva ley federal. Y la segunda, de más éxito, proponía que toda aquella sociedad que fuese a realizar comercio interestatal, debería obtener una licencia previa del Gobierno federal (aunque seguiría regulada por la ley del estado en el que se domicilió). Este movimiento estaba íntimamente unido a la lucha antimonopolística, y aunque fracasó en lo relativo a la aprobación de una ley de sociedades a nivel federal, sí que impulsó la creación de la Federal Trade Commission, del Department of Commerce y la aprobación de la Clayton Antitrust Act, todo ello en 1914. Pero sobre todo, influyó en la base conceptual e ideológica de las leyes que sobre valores y su mercado, fueron aprobadas en el New Deal.

En los siguientes años, se realizaron decenas de intentos por regular las sociedades a nivel federal, bien directamente, bien indirectamente a través de una revisión de la legislación antitrust²³. En concreto, en la larga década entre 1900 y 1914, se presentaron en el Congreso sesenta y dos proyectos de ley a este respecto. Solo a partir del «pánico de 1907», tal y como comentaremos, el legislador, por fin, vería con mayor claridad la idea de que la regulación de la gran compañía era un problema independiente del de los trusts. También la legislación sobre valores comenzó a fraguarse tras la misma crisis de 1907, pero siguiendo

23 McCraw, *Prophets of regulation*, 108, en donde relatando la comparecencia de L. Brandeis ante el Clapp Committee de 1911, cita la forma en la que este gran jurista se dirige en general, a los monopolios y grandes concentraciones económicas, tildándolos de: «the curse of Bigness...that bigness itself was the mark of Cain, a sign of prior sinning».

un camino independiente que culminó con la legislación aprobada tras la Gran Depresión de 1929. Esta última legislación, siguiendo a Mitchell, podemos decir que pasó por tres estadios distintos: a) el antitrust, b) el antiespeculación y c) el de protección de los intereses de los consumidores.

La acción legislativa más importante realizada a nivel federal, con el objetivo de aprobar una ley que regulase de forma general las sociedades, fue el proyecto Littlefield. Esta propuesta fue aprobada por unanimidad en la Cámara de Representantes, y rechazada finalmente en el Senado. En la misma –cuyo único efecto colateral fue la creación de la Bureau of Corporations (la Oficina de Sociedades, dentro del Departamento de Comercio y Trabajo)– se recogían algunas disposiciones relacionadas (incipientemente) con el gobierno corporativo. En efecto, cada sociedad tenía que inscribir sus estatutos y también: «a full, true and correct copy of any and all rules, regulations, and bylaws adopted for the management and control of its business and the direction of its officers, managing agents, and directors». Además, exigía que la información fuera objeto de una formalidad especial, en la que: «the president, treasurer, and a majority of the directors of such Corporation shall make oath in writing on said return that said return is true»²⁴.

El Bureau of Corporations tenía como objetivo reunir información sobre los trusts y la industria, para remitírsela al Presidente de la nación, el cual podía publicarla, ejercitar acciones judiciales, o promover la aprobación de legislación específica que regulara la materia objeto de estudio. Esta oficina desde su creación en 1903, hasta su fusión en 1914 con la Federal

24 Mitchell, *The speculation economy*, 142.

Trade Commission, además de realizar concienzudas investigaciones sobre distintos tipos de industrias²⁵, insistió en la necesidad de aprobar una legislación federal que regulase la amplia variedad de problemas societarios existentes en aquel momento.

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

Los autores del informe (presididos por el abogado James R. Garfield) se percataron de que la velocidad a la que crecían las compañías, la necesidad de capital de las mismas, así como las uniones entre estas, habían permitido que las corporations norteamericanas fueran capturadas por el poder financiero (ibíd., 163). Precisamente el sector de la industria americana al que más criticaba el *Report*. En opinión de Mitchell: «The Bureau of Corporations understood that finance dominated industry. It did precious little about the matter» (ibíd., 164). Finalmente, y estudiada la anarquía legislativa existente entre los distintos Estados, el informe recomendaba que el Gobierno federal tomara el control sobre la regulación societaria, reorganizara el comercio interestatal y acabase con los abusos de la década anterior²⁶.

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

26 Véase «1. Additional state action», «2. Delegation to states of control of interstate commerce», «3. Federal incorporation» y «4. Federal

El pánico de 1907, y sus graves consecuencias económicas, significaron un punto de inflexión en la legislación sobre entidades financieras y valores mobiliarios. En efecto, solo después de esta crisis, el Gobierno de la nación tomó conciencia de la necesidad de aprobar una legislación a nivel federal que de alguna forma pusiese orden, no solo en la actividad bancaria, sino también en la regulación del mercado de valores y en la entonces caótica legislación societaria. Su importancia radica en que por primera vez, se tratan de buscar (con desigual éxito) soluciones a estos problemas al margen de la hasta ese momento, omnipresente legislación antitrust o antimonopolio.

Llegados a este punto, creemos necesario realizar una breve mención al Comité nombrado por el entonces Gobernador de Nueva York (estado en el que se inició esta crisis en 1907, por estar en él situado el mercado de valores más grande del país, y además ser sede de los principales bancos) Charles Evans Hughes²⁷. Este Comité denominado oficialmente «Governor Hughes Committee on Speculation in Securities and Commodities»²⁸ tenía como objetivo determinar qué cambios eran necesarios en las leyes del estado de Nueva York relacionadas con «speculation in securities and commodities, or relating to the protection

franchise or license system for intersate» del epígrafe «Remedial legislation suggested by the above described work of the Bureau», <http://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.39015065136049#view=1up;seq=52>. En ellos se recogen las recomendaciones concretas que interesan a los efectos de este trabajo.

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

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

of investors, or with regard to the instrumentalities and organizations used in dealings in securities and commodities which are the subject of speculation»²⁹. Además, pretendía proponer las modificaciones legales necesarias para adelantarse (o desactivar) una previsible –y temida– intervención del Gobierno federal que pudiese afectar a la potestad legislativa que en esta materia venían ejerciendo los Estados federados, ante el (hasta entonces) aparente desinterés del Gobierno de la nación. Por ello, las principales propuestas del Comité fueron: que el mercado de valores se autorregulara de forma más eficiente (cosa que realmente el NYSE no hizo hasta que en 1913 el «Pujo Committee»³⁰ lo sometió a una presión insuperable); que se requiriera más información de las compañías que solicitaban cotizar en los mismos y finalmente, haciendo un verdadero acto de fe en la naturaleza humana, recomendaba a los inversores que confiaran en los banqueros y sociedades de honesta trayectoria.

2.4. EL INCREMENTO DEL NÚMERO DE ACCIONISTAS

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

29 Ibid., 1.

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

Investment Subcommittee³¹. En este sentido Mitchell nos señala, «it was clear that the time has come for the stock market to fulfill the role in urban, corporate America that land had played in the early years of the republic...replacing Jeffersonian agrarian individualism with stock market individualism came to be a leitmotif of business leaders and can even be seen to have begun to become internalized in the culture»³². En efecto, la propiedad de acciones, no solo era un efecto del individualismo tan arraigado en la mentalidad y primeros textos legales norteamericanos; sino que era también, al inicio del siglo xx, una obligación ciudadana. Tal y como dijo Frank Vanderlip, (vicepresidente del National City Bank): «Let the people own the stocks and bonds of the Corporation, and they become true owners of the country's wealth»³³. A través de la expansión de la propiedad privada (no ya de la tierra, pero sí de las acciones) se querían conjurar el peligro del naciente movimiento socialista que en Europa empezaba a despuntar. La sociedad de los Estados Unidos había evolucionado, y la nueva realidad económica permitía diferentes posibilidades de ser propietario. La aceptación gradual de los valores mobiliario-financieros³⁴ como esta nueva forma de propiedad, fue transformando la ideología cimentada

31 Mitchell cifra en medio millón el número de accionistas en 1899, y en doce millones en 1930. *The speculation economy*, 201; McCraw, aunque coincide en la cifra de 1899, la de 1930 la rebaja a los diez millones. *Prophets of regulation*, 163.

32 Mitchell, *The speculation economy*, 98.

33 *Wall Street Journal*, 26 de octubre de 1904, 1. En Mitchell, *The speculation economy*, 99.

34 En palabras de Mitchell y Tsuk, «Finance triumphed with a vengeance, offering the new class of shareholders seemingly more valuable gains than protective legislation. The laws that were drawn to serve finance, and a business movement that was financially driven, transformed the character of American business from industrial production to financial manipulation». Lawrence E. Mitchell y Dalia Tsuk, «The financial determinants of American corporate governance: a brief history». En Kent H. Baker y

en la posesión de la tierra en una más volátil, basada en la promesa de futuros beneficios.

No obstante, el gran empuje vino como consecuencia del estallido de la Primera Guerra Mundial. En efecto, el Gobierno de los Estados Unidos, para financiar el inmenso esfuerzo bélico, aprobó la emisión de los llamados «*Liberty Loans*»³⁵, a través de los que se emitieron bonos que rendían un interés modesto, pero razonable (un punto menos que el interés del mercado que estaba entre cuatro y tres cuartos y cinco y un cuarto). Cuando acabó la guerra, doce millones³⁶ de ciudadanos conocían, y en cierta medida confiaban, en el mercado de valores, en donde habían podido comprar y vender estos bonos. El salto a la compra de bonos corporativos o acciones, era ya fácil³⁷.

También el presidente W. Wilson (1913-1921) trató de reconceptualizar la idea de «corporation», desde el punto de vista jeffersoniano³⁸ de la propiedad; es decir, fomentando que la clase media descubriera los valores mobiliarios como sustitutos de la propiedad de la tierra. Pero la separación entre la propiedad del capital y el control de la sociedad, tal y como tendremos ocasión de ver, limitaba la forma en la que el indi-

Ronald Anderson (coordinadores), *Corporate governance. A synthesis of theory, research, and practice* (Hoboken. New Jersey John Wiley & Sons, 2010), 19.

35 Sung W. Kang y Hugh Rockoff, «Capitalizing patriotism: the liberty loans of World War I», National Bureau of Economic Research, http://www.nber.org/papers/w11919.pdf?new_window=1.

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

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

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

viduo podía ejercer esa propiedad. Las ideas reformistas de Wilson se centraron en conseguir la publicidad necesaria para lograr la competencia entre iguales, mediante el aseguramiento del equitativo acceso al capital, a la información y a las oportunidades, para todos aquellos ciudadanos con iniciativa. Finalmente, la desaceleración económica y la presión de las grandes sociedades que no querían más regulación, acabaron por ahogar parcialmente³⁹ los anhelos reformistas de este presidente. Hubo que esperar a 1929, y a que la mayor crisis económico financiera hasta entonces conocida, obligara al Gobierno federal a regular el libre mercado.

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

No es posible dar una completa visión de las fuerzas que desde distintos ángulos conformaron la historia del Derecho de sociedades norteamericano –y por extensión su actual sistema de gobierno corporativo– sin hacer una breve mención a la legislación bancaria. En efecto, si bien la National Banking Act⁴⁰ de 1863 y su reforma de un año después, trataron de mantener a los bancos fuera del negocio de la inversión en valores mobiliarios (es decir, limitando su actividad a la de meros bancos comerciales), la realidad fue bien distinta. Esta prohibición fue sorteada a través de la creación de sociedades filiales que eran las que reali-

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

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

zaban todas las actividades propias de un banco de inversión. Aunque estas compañías de inversión tenían una personalidad jurídica distinta a la de sus bancos matrices, cumpliendo por tanto estrictamente con la letra de la ley, eran realmente, dos caras de la misma moneda. Y así, tal y como nos relata Peach⁴¹, esta dependencia entre ambas sociedades (el banco participante y la inversora participada), llegó al extremo de que el National City Bank, junto con la compra de sus acciones, obligaba a comprar también las de su filial inversora. Hasta el punto de que las acciones de ambas sociedades estaban impresas, cada una a un lado del mismo título o soporte material. Hubo que esperar a la Glass-Steagall Act⁴² —que obligaba a separar la actividad inversora de los bancos de la actividad comercial— para poder terminar con tales prácticas.

Si bien en el siguiente apartado analizaremos con más detenimiento el nacimiento de la legislación de los valores mobiliarios financieros y sus mercados, en lo que al gobierno corporativo se refiere, podemos anticipar sus inicios en los años que abarcan el presente epígrafe. En efecto, la larga marcha hasta la definitiva Securities Act de 1933, estuvo marcada por la redacción de diversas propuestas que fueron preparando y conformando lo que luego sería la ley definitiva. El proyecto inicial fue el *Owen Bill* (1914), que constituyó el primer intento serio de introducir directamente medidas de protección al inversor. No fue aprobado. Le siguió el presentado en diciembre de 1915, con el expresivo título de: «A bill to provide a remedy for the

41 William N. Peach, *The securities affiliate of national banks* (New York: Arno Press, 1975), 38-9.

42 The Internet Archives (organización sin ánimo de lucro) <https://archive.org/details/FullTextTheGlass-steagallActA.k.a.TheBankingActOf1933>.

relief of wronged and defrauded shareholders»⁴³, y en el que, entre otras iniciativas, se autorizaba al Fiscal General a investigar cuando una sociedad estaba siendo gestionada de forma que se lesionaran los derechos de los accionistas minoritarios. Posteriormente se presentó el preparado por el representante demócrata por Texas John Marving Jones. Este fue un proyecto que se centró en la publicidad de los términos de las ventas de los valores, más que en los datos de la sociedad emisora. Y finalmente, la realizada por el también representante demócrata por Colorado Edward Thomas Taylor. En este caso sí que se exigía que el emisor publicitara la información necesaria para que el inversor pudiera tomar decisiones «inteligentes» a la hora de comprar o vender valores mobiliarios. Además, autorizaba al Gobierno a supervisar la autorregulación que a estos efectos podían realizar las sociedades, más que a evaluar –de forma más intrusiva– el comportamiento societario en sí mismo⁴⁴. Ninguna de ellas fue aprobada.

Podemos concluir que, a pesar de los esfuerzos realizados por políticos de los dos principales partidos, con el objeto de que el Gobierno federal aprobase una ley general de sociedades, el resultado fue negativo. El Congreso rechazó siempre la idea de que la Administración federal pudiera aprobar normas sobre el gobierno y organización de las sociedades. Por el contrario, adoptó un acercamiento más limitado «designed to introduce larger measures of integrity, not into corporate governance, but rather into the corporate securities distribution and trading processes»⁴⁵.

43 Véase Mitchell, *The speculation economy*, 263.

44 Mitchell, *The speculation economy*, 264.

45 Alphonse A. Sommer, «The impact of the SEC on the corporate governance», *Law and Contemporary Problems* 41 (1977)3: 118.

2.6. ORIGEN INTELECTUAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO

La doctrina⁴⁶ ha señalado de modo casi unánime que la publicación del libro, en 1932, *The modern corporation and private property*⁴⁷ de Adof Berle y Gardiner Means, significó el inicio del estudio –de forma metodológicamente ordenada– del gobierno corporativo de la sociedades. Fue en esta obra en la que de modo más preciso se supo entrever que con la gran sociedad cotizada, los intereses de la propiedad y los de la dirección divergían; dando lugar a lo que la ciencia jurídica de aquel país denominó «costes de agencia». Pero lo cierto es que antes que ellos, hubo otros autores que fueron allanando el camino al desarrollo doctrinal sobre el que están fundamentadas las diversas teorías que pretenden hacer del gobierno corporativo un instrumento eficaz para el gobierno de las grandes sociedades. Entendemos que para una mejor comprensión del presente trabajo es necesario realizar un rápido repaso a sus aportaciones. Veremos como muchas de sus conclusiones –debidamente maquilladas– han sido vendidas en el siglo **xxi** como propias por algunos de los más eminentes expertos en esta materia.

Durante los años veinte diversos autores fueron capaces de intuir que la separación del control y la propiedad de las compañías, sería causa de graves disfunciones en el gobierno de las mismas, con consecuencias en la parte más débil de la relación de agencia. Estos autores también identificaron que la protección de los derechos del accionista debería ser

46 William W. Bratton, «Berle and Means reconsidered at the century turn». *The Journal of Corporation Law* (spring 2001): 737-8.

47 Adolf A. Berle y Gardiner C. Means, *The modern corporation and private property*, ed. 2009 (New Brunswick, New Jersey: Transaction, 1932).

la idea central sobre la que debía pivotar todo el Derecho de Sociedades. Fue durante esta década, cuando el gobierno corporativo pasó a ser un «*trend topic*» objeto de innumerables artículos, debates públicos, jornadas universitarias y, por supuesto, distintos libros que trataban tanto de descifrar el origen del problema, como de encontrar una solución al mismo.

The modern corporation and private property rompió con sus predecesores ya que fue capaz de aportar —a través de una técnica sofisticada y del análisis empíricamente efectuado sobre cuestiones legales y económicas—, una descripción exacta de en qué consistía la separación entre propiedad y control. Formalmente, a través de una narrativa moderna y eficaz, sus autores nos legaron una fiel descripción de como la gran sociedad capitalista, había sido capaz de dominar la economía y la sociedad estadounidenses⁴⁸.

Adam Smith en *The wealth of nations* ya detectó que las divergencias de interés entre los directivos y los propietarios, podrían llegar a ser un insuperable problema en la eficaz gestión de la sociedad: «being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour and very easily give themselves a dispensation from it»⁴⁹.

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

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

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

En la exposición de las ideas de los autores elegidos, seguiremos el orden cronológico que nos marca la publicación de sus diferentes trabajos⁵⁰.

2.6.1. Louis D. Brandeis⁵¹

Conocido como «*The People's lawyer of the Progressive Era*»⁵², personificó el hartazgo popular frente al do-

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

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

minio absoluto de la vida económica de los EE.UU. por parte de los «*Big Business*». En efecto, Brandeis⁵³, en su libro *Other people's money and how the bankers use it*⁵⁴ (1912), escandalizado por las investigaciones del «*Pujo Committee*», adelantó que: «the dispersion of share ownership left the bonds and stocks of the more important corporations...owned, in large part, by small investors, who do not participated in the managing of the company»⁵⁵. El autor ya identifica como origen del problema la colocación del capital social de las compañías entre miles de pequeños y «*powerless*» accionistas; pero concluye en su ensayo que esta separación a quien realmente beneficiará, no será a la dirección de la compañía, sino a los bancos⁵⁶. En concreto, nos señala «los bancos no estaban satisfechos con sólo negociar acciones. Querían fabricarlas también. Se volvieron promotores [de negocios], o

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

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

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

55 *Ibíd.*, 51.

56 «The investment banker, through his controlling influence on the board of directors, decides that the corporation shall issue and sell the securities, decides the price at which it shall sell them, and decides that it shall sell the securities to himself». *Ibíd.*, 53.

se aliaron con promotores... además en momentos de crisis en las sociedades, devinieron miembros de los “Protective Committees” de los accionistas; luego participaron como “Reorganization Managers” en la reconstrucción de las compañías con problemas para finalmente ser miembros de sus consejos de administración...el banco de inversión, a través de su influencia en el control del consejo de administración, decide cuantas acciones debe emitir y colocar la sociedad, decide el precio al que deben ser vendidas, y finalmente decide si las mencionadas acciones deben venderse a él mismo⁵⁷».

Él, al igual que la mayor parte de la doctrina del momento, estaba alarmado por las proporciones y el poder que las grandes compañías estaban alcanzando y en especial, por las relaciones que a través de los denominados «*interlocking directorates*»⁵⁸ se establecían entre las grandes sociedades y los bancos. En concreto, denunciaba que «La práctica de los “interlocking directorates” es particularmente criticable cuando se da en los bancos, debido a la naturaleza y funciones de estas instituciones. Los depósitos bancarios son una pieza fundamental de nuestro sistema financiero. Son un factor tan esencial para el comercio, como lo pueden ser los ferrocarriles. Recibir depósitos y hacer préstamos, por lo tanto, deben de ser tratados por la ley, no como un acto privado, sino como un servicio público...La función de los bancos es recibir y prestar dinero. No tienen más derechos que cualquier otro titular para utilizar sus prerrogativas para construir o destruir otros negocios. La concesión o denegación de un préstamo debe ser adoptada atendiendo a la exclusiva condición del prestatario, y solo en relación al

57 Ibid., 52.

58 Ibid., 71.

tipo de interés y al previsible riesgo; y no por favoritismo u otras consideraciones extrañas al negocio bancario...los depósitos bancarios deben de ser clasificados como un tipo de actividad afecta al interés público»⁵⁹. Como remedio a esta situación, proponía la «publicity as a remedy to social and industrial disease»⁶⁰.

Brandeis tuvo una activa participación tanto en la redacción de la Clayton Anti-trust Act de 1914 –ley que sustituyó a la Sherman Act– como en la de la Federal Trade Commission Act del mismo año. En 1916 fue nombrado juez del Tribunal Supremo de los EE.UU., en donde permaneció en activo hasta 1939, dos años antes de su muerte. Su expresión «*Other people's money*» tuvo un éxito arrollador, siendo utilizada entre otros, por el presidente Franklin D. Roosevelt, en su mensaje al Congreso de 1933, en el que solicitaba precisamente la aprobación de una ley que regulara el mercado de valores⁶¹.

2.6.2. Walter Lippman

En su obra *Drift and mastery*⁶² (1914) escribió,

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

59 Ibid., 76.

60 Ibid., 89.

61 McCraw, *Prophets of regulation*, 114.

62 Walter Lippman, *Drift and mastery* (Wisconsin: University of Wisconsin Press, 1989), 48. Filósofo y sociólogo, que, sin embargo, escribió sobre temas legales.

mysteries...No one has ever had a more abstract relation to the thing owned.

Lippman se percata de que la propiedad de una compañía, a través de la titularidad de sus acciones, no es lo mismo que el ejercicio del derecho de propiedad sobre la tierra. Se cuestiona si el derecho de propiedad debe seguir entendiéndose como antaño, o si por el contrario, es necesario adecuarlo a la nueva realidad social⁶³.

Pero la diferencia fundamental entre Lippman y sus coetáneos, incluidos Berle y Means, es que él no vio la separación entre propiedad y control como un problema. De hecho, y tal y como afirma Wells⁶⁴, resulta sorprendente la poca atención que dedica a los accionistas. Así es, Lippman nos dice: «Scattered all over the globe, changing from day to day, the shareholders are the more incompetent constituency conceivable»⁶⁵. Los catalogaba como «decadentes» y por lo tanto, no merecían ningún tipo de protección. Eran un vestigio del pasado que poco a poco tendería a desaparecer⁶⁶, con lo que sus funciones-obligaciones relativas al gobierno de la sociedad, serían asumidas por los directivos, por agencias gubernamentales, y

63 Ibíd., 50. En su capítulo III, «The magic of property», Lippman nos dice, «The trust movement is doing what no conspirator or revolutionist could ever do: it is sucking the life out of private property. For the purposes of modern industry the traditional notions have become meaningless: the name continues, but the fact is disappearing». Podríamos establecer como el equivalente del trust de inicios del siglo XX, al Mutual Fund de inicios del XXI.

64 Wells, *The birth of corporate*, 1258.

65 Lippman, *Drift and mastery*, 48.

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

por sindicatos de trabajadores evolucionados. De esta forma, los accionistas, privados de sus derechos de propiedad, serían transformados en puros prestamistas (ibíd., 51). Lippman pensaba que los directivos, una vez liberados de los accionistas, lo estarían también de las exigencias del «*profit system*»; y así utilizarían sus conocimientos y preparación para llegar a ser «*industrial stateman*», gestionando las compañías a favor del interés general de la sociedad civil⁶⁷. Es importante percatarnos, que ya desde principios del siglo xx, estaba debidamente desarrollada la idea de que el accionista era un mero inversor, desinteresado por el ejercicio de los derechos que la ley le otorgaba. Un siglo después se sigue insistiendo en la idea de que hay que conceder derechos a unos accionistas que, históricamente, nunca los han ejercitado. El problema ahora no es que no los vayan a ejercitar (que sería el menos malo de los escenarios) sino que los va a poner en práctica un nuevo tipo de inversores que nada tiene que ver con el pequeño ahorrador, ignorante e ingenuo, al que estos autores del «*progressive movement*» querían proteger.

2.6.3. Thorstein Veblen

Discutió los problemas surgidos de la separación de la propiedad y el control en su libro titulado *Theory of business enterprise*⁶⁸ (1904) e insistió en ello dos décadas después en *Absentee ownership*⁶⁹. En el primero realiza afirmaciones, que en cierta forma, adelantan la teoría

67 Ibíd., 8-9.

68 Thorstein Veblen, *Theory of business enterprise*, ed. 2005 (New York: Cosimo, 1904).

69 Thorstein Veblen, *Absentee ownership. Business enterprise in recent times: the case of America*, ed. 2009. (New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 1923).

que Berle y Means nos legaron en su *Modern corporation and private property*. Por ejemplo, cuando dice: «in so far as invested property is managed by the methods of modern corporate finance...the management is separated from the ownership of the property, more and more widely as the scope of corporations finance widens... the effect of modern finance is to dissociate ownership from management»⁷⁰. Para él la moderna corporation solo es un medio para la consecución de un fin lucrativo, no importando quién o qué quede en el camino. «It [la Sociedad] has only an absentee beneficiary's interest in the work to be done. It is a pecuniary institution, not an industrial appliance. It is an incorporation of ownership to do business for private gain at the cost of any whom it may concern»⁷¹. La separación que Veblen detecta, no es una separación entre accionistas y directivos, es más una separación entre dos clases de accionistas: los accionistas pasivos titulares de acciones sin voto (en aquellos años era una práctica muy habitual) y la dirección de la sociedad que era la propietaria de las acciones con voto.

2.6.4. William Zebina Ripley

Profesor de Economía en la Universidad de Harvard desde 1901. De tradición «*progressive*», también señaló que la venta de bonos de guerra fue lo que transformó, financieramente hablando, a la sociedad norteamericana⁷², y que su efecto, es decir, la ampliación o extensión de su base accionarial, sería un antidoto contra posibles problemas sociales.

70 Wells, *The birth of corporate Governance*, 1260.

71 Veblen, *Absentee ownership*, 83.

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

En 1920 el NYSE lanzó una campaña promoviendo la idea de la «*shareholders democracy*»⁷³ universal, definiéndola como: «a modern form of proprietary democracy distinguished by universal ownership of shares. In this “democracy type of capitalism”, the maximization of shareholder’s returns was the most important consideration in corporate governance and economic policy»⁷⁴. En el mismo sentido, en 1925, el colega en Harvard de Ripley, Thomas Nixon Carver, trató esta materia en su libro *The present economic revolution in the United States*⁷⁵. En efecto, Carves anunció: «that wide spread ownership would solve the “labour problem” by making small investors “small capitalist”».

En 1925, Ripley pronuncia la conferencia «*Two changes in the nature and conducts of corporations*». En la

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

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

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

misma expone que los dos grandes problemas de la moderna sociedad eran: (i) la separación entre propietarios y directivos y (ii) la dispersión del accionariado. Avanzó lo que serían los modernos debates sobre gobierno corporativo, al centrar los mismos en los accionistas. Esta conferencia despertó gran entusiasmo, hasta el punto de que el *New York Times* del 29 de octubre de 1925 le dedicó dos columnas⁷⁶.

Ripley prosiguió con su cruzada –logrando que fuera el centro del debate público iusfinanciero ese año– hasta que publicó, en enero de 1926, un artículo titulado «From Main Street to Wall Street»⁷⁷ que causó de nuevo un gran impacto a nivel nacional. En este artículo, citando a Brandeis decía, «it is his (of every shareholder) business and his obligation to see that those who represent him carry out a policy which is consistent with the public welfare... This accountability for wealth underlines and justifies the whole institution of private property upon which the government of our great country is founded»⁷⁸. Como vemos Ripley tiene una mayor conciencia social, al entender que los accionistas debían solicitar a los directivos una política consistente con el bien común.

El nuevo sistema de propiedad⁷⁹ y control de las sociedades, –escribía Ripley en el mismo artículo– no

76 Wells, *The birth of corporate governance*, 1268.

77 Ibíd., 1270. Nos narra como este artículo vio la luz en la revista *Atlantic Monthly*, una de las más leídas del país. Más tarde, en 1927, fue publicado en un libro, al que dio nombre, junto a otros trabajos. En él Ripley explica el título, «Main Street and Wall Street have come to cross one another at right angles –Main Street– our synonym for this phenomenon of widespread ownership, and Wall Street, as applied to the well known aggregation of financial and of directorial power in our great capital centers».

78 Wells, *The birth of corporate governance*, ibídem.

79 Ripley, *Main Street*, 1. En su nota personal introductoria al libro, también afirma, «This [su libro], then, is really a study in the relation of property to civilization». Nuevamente aparece en estos autores su preocu-

solo amenaza a los accionistas, sino a todo el sistema económico. Critica duramente la emisión de acciones sin voto⁸⁰; la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones (ibíd., 43); la posibilidad de emisión de acciones por debajo de su valor nominal (ibíd., 46) y la no regulación del conflicto de intereses de los administradores (ibíd., 59).

El efecto de su artículo fue tal que el NYSE prohibió la cotización de acciones sin voto, Wells nos dice, «so loud was the public outcry that in February 1926 President Calvin Coolidge met with Ripley at the White House to discuss the problem of non-voting common stock»⁸¹. Pero esta práctica abusiva era solo una anécdota con respecto al problema de fondo. Es decir, la pérdida del control de la sociedad por parte de unos accionistas que, por otro lado, tampoco querían ejercerlo.

Ripley percibió desde su inicio, que la política impulsada por el NYSE y explícitamente avalada por el gobierno y la comunidad financiera, de incrementar a nivel nacional el número de titulares de acciones, era desde otro punto de vista, muy peligrosa. Por ello anuncia, «the important point to note is that the wider the diffusion of ownership the more readily does effective control run to the intermediaries»⁸². Cuanto mayor sea el número de accionistas, más fácilmente resultará a un grupo minoritario y concertado, ejercer el control sobre la mayoría. En efecto, trasladado este razonamiento a 2015, nos encontramos con que

pación por lo que entienden que es un «derecho de propiedad» no aplicable a las nuevas «formas» de propiedad de sociedades.

80 Ibíd., 42.

81 Wells, *The birth of corporate governance*, 1273.

82 Ripley, *Main street*, 95.

los accionistas que reclaman el control (inversores institucionales) son, precisamente, los intermediarios⁸³.

Entendía que la forma de limitar todos los abusos que relataba en sus artículos era, en general, la publicidad: «*nothing kills bacteria like the sunlight*»⁸⁴. En la década de los veinte, la información exigida era mínima, y por tanto la demanda de Ripley también modesta. En efecto, no pide información mensual o bimensual para los accionistas sino «*only superficially in an abbreviated annual report*». Para añadir en otro capítulo que «la demanda de publicidad como una cura a las presentes enfermedades societarias, debe ser situada en relación con la más amplia aspiración de democratizar el control de la sociedad»⁸⁵.

Su confianza en los accionistas era nula⁸⁶—no solo en lo referente al control de la sociedad en sentido amplio— lo cual le hace manifestar, «*once the people who own that property have allowed themselves to be utterly divorced from the exercise of their natural right to elect the directors and to influence, if not to determine, the corporate policy. For by such an abdication they give themselves over, body and soul—becoming mere wards, non compos mentis—, so far as control over their own affairs is concerned. It is all*

83 En lo que se refiere a las primeras manifestaciones de lo que luego evolucionaría hasta llegar a ser la moderna inversión institucional, Ripley señala lo que él denomina el «*investment trust*» y la profesión de «*investment counsel*». Como ejemplo de esta nueva figura, cita la creación en 1926 por la Universidad de Columbia, del denominado «Faculty Investment Fund» cuyo propósito era patrocinar un «Mutual Cooperative Investment Group». Así mismo, menciona la propuesta de crear un «*christian bloc*» con la finalidad de «scrutinize investments from the ethical point of view». *Ibíd.*, 108-9.

84 Capítulo VII de su libro, de hecho lo titula «Impublicity». *Ibíd.*, 208.

85 *Ibíd.*, 169. La traducción, recuérdese, es nuestra.

86 Vemos como este patrón se repite constantemente en todos los autores citados: el accionista ni está, ni se le espera.

so absurd, theoretically, that it seems incredible. Yet here are the facts»⁸⁷. Sino también en lo referente al ejercicio del derecho de voto: «that stockholders never did, and never will, exercise their voting rights» (ibíd., 98); y a su implicación en la democratización de la dirección de la sociedad: «all parties agree that any plan for the greater democratization of corporate management which is based upon the expectation of a general active participation by the whole body of shareholders is bound to go wrong from the crossing of the wire» (ibíd., 129). Aunque no sale de su asombro, tiene asumido que esta situación es y será así: «no one expects it to be otherwise» (ibíd., 169). Luego ¿por qué otorgar un derecho a los accionistas que no van a ejercitar? Su solución al problema era la creación de una agencia pública permanente⁸⁸ que representase los intereses de estos, y que tuviese como objetivo despertar el suficiente interés entre los mismos como para inducir, al menos a una minoría «inteligente», a tomar parte en la gestión de la compañía. Esta agencia federal, debería estar suficientemente facultada para asumir responsabilidades y realizar ciertas funciones tanto de control como de intervención en las juntas. Su primera misión sería la de promover la adecuada publicidad y exactitud de las cuentas de las sociedades, a través de una auditoría independiente (ibíd., 133).

Ripley cita como ejemplo la constitución, en la empresa privada, de este tipo de comités para afrontar situaciones de crisis, tal y como era el caso del *Committee of the Common Stockholders*, creado por la Go-

87 Ripley, *Main Street*, 99.

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

odyear Tyre and Rubber Company (ibíd., 136). Tiene la percepción de que estos comités de crisis (muchas veces instados por los bancos acreedores) han resultado ser realmente provechosos para las compañías, obligando a los directivos a dar más publicidad y pedir autorización para la adopción de determinados acuerdos. Pero lo que él realmente persigue es la creación de una agencia pública, que se encargaría de la representación permanente de los accionistas en el consejo de administración de las sociedades⁸⁹. En concreto, señala, «and the only way to secure it is to have a man or group of men who are entirely disinterested sitting in on “directors” deliberations but having no voice in their determinations...this idea impinges of course upon the proposal that such persons, sitting in, should be of the nature of public directors nominated by a governmental board» (ibíd., 135). El autor prosigue explicando que la labor más importante de ese comité, sería la elección de los auditores de cuentas, y para ello pone como ejemplo la legislación inglesa que ya entonces exigía su nombramiento obligatorio, así como su régimen de responsabilidad «auditors have been held liable for damages, even for the extend of criminal prosecutions, for indirect participation in the issue of false accounts» (ibíd., 134).

En agosto de 1926 escribió un nuevo artículo en el *Atlantic* titulado «Stop, look, listen! The sharesholder right to adequate information». En él se centra en la falta de información a los inversores, citando ejemplos de empresas que la dan buena, mala o regular. En esta nueva publicación se puede detectar un cambio en la forma de pensar de Ripley. En efecto,

89 Ibíd., 134.

abandona el concepto de accionistas como activistas, para calificarlos de simples inversores⁹⁰. Aunque hay excepciones⁹¹, la inmensa mayoría de ellos, no tienen ni la necesidad, ni la preparación para involucrarse en la gestión de la sociedad. Concluye que la información que él propone exigir, no hará a los accionistas más activistas, pero sí que formará unos inversores con más conocimientos y por lo tanto, más sensatos. Pero ¿cómo obligar a dar la información necesaria? No será ni a través de la autorregulación del mercado (es decir, el NYSE)⁹² ni por la presión pública; solo se podrá obtener mediante la actuación de la *Federal Trade Commission*⁹³.

A finales de 1926, Ripley publicó un nuevo artículo titulado «More light!- and power too»⁹⁴. En este caso, además de reiterar las críticas de los anteriores artículos, atacaba las construcciones societarias piramidales que permitían el vaciado de las participadas. La solución de Ripley a todos estos abusos, seguía siendo «más regulación»⁹⁵. Finalmente⁹⁶, sus artículos fueron publicados en el libro titulado *Main Street*

90 Wells, *The birth of corporate governance*, 1275.

91 Ripley, *Main Street*, 99. Cita como ejemplo de accionistas activistas a los hermanos Cabot, que lograron la reducción de la semana laboral en la United States Steel Corporation, a través de sus intervenciones en la junta general de esta sociedad.

92 «Fortunately the practice of issuing current statements of the course of business is steadily growing, responding in a considerable degree to the initiative of the New York Stock Exchange, beginning in 1926. A census showed that 242 out of 957 companies then listed on the Exchange were making quarterly reports, 79 were reporting semiannually, 339 issued annual statements, and 297 companies had no agreement with the Exchange respecting the issuance of such statements». Ripley, *Main Street*, 187.

93 Wells, *The birth of corporate*, 1276.

94 Ripley, *Main Street*, 276.

95 Wells, *The birth of corporate*, 1280.

96 En enero de 1927 sufrió un grave accidente de coche, causándole una lesión cerebral de la cual nunca se recuperó.

*and Wall Street*⁹⁷ que fue un auténtico éxito de ventas⁹⁸. Sus antecesores intelectuales, fueron Brandeis, Lippmann, y Wilson⁹⁹.

En efecto, tras este libro quedó asumido por la comunidad académica y por el público en general, que la división entre propiedad y dirección había creado unos problemas de difícil solución. Posteriormente, estas ideas fueron reivindicadas por autores como John H. Sears en *The new place of the Stockholder*¹⁰⁰, en el que de una forma más llana trata de explicar a los lectores no formados el problema del «coste de agencia» surgido con la separación de propiedad y control; o como Maurice Wormser, profesor de Fordham, que en su libro *Frankenstein Incorporated*¹⁰¹ —y tras criticar las mismas actuaciones ya mencionadas por Ripley— postulaba también la aprobación de una ley de sociedades a nivel federal¹⁰².

2.6.5. Adolf Berle y Gardiner C. Means

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

97 El primer capítulo de este libro es la intervención que W. Wilson —entonces decano de la Facultad de Derecho de Princetown— dirigió, en 1910, a la Conferencia anual de la American Bar Association en Chattanooga, Tennessee.

98 Evans Clark, se hacía eco del inesperado éxito del libro: «why did a campaign waged by this Harvard economist gain so much attention?». «Clearing house in Wall Street», New York Times, 13 de febrero de 1927, en Wells, *The birth of corporate governance*, 1283.

99 *Ibíd.*, 1280. Wells cita a estos cuatro. En cuanto a Wilson, nos es difícil casar su posición doctrinal en 1910, con la que mantuvo siendo gobernador de New Jersey, al autorizar la creación de las *holding companies*, tal y como señalamos en el apartado 1.1.3. anterior.

100 John H. Sears, *The new place of the stockholder* (New York: Harper, 1929).

101 Maurice Wormser, *Frankenstein incorporated* (New York: McGraw-Hill, 1931).

102 Wells, *The birth of corporate Governance*, 1286.

Berle, abogado de reconocido prestigio en Nueva York, y también profesor en Harvard, recibió una beca de la Laura Spellman Rockefeller Foundation para realizar un estudio sobre la moderna «corporation». La fundación exigió que el estudio —que finalmente se convertiría en el libro *The modern corporation and private property*— fuese elaborado junto con un economista. Berle eligió a Gardiner C. Means, graduado en Ciencias Económicas por la Universidad de Columbia, que comenzaba a realizar labores de investigación en Harvard, en donde precisamente atendía los cursos de Ripley sobre «Sociedades e Industria»¹⁰³.

El libro se publicó finalmente en 1932, y aunque la primera editorial fue Corporation Clearing House, rápidamente, y ante el potencial de la obra detectado entre los primeros lectores, fue adquirida por la más importante editora, Macmillan. Esta última consiguió hacer de un libro académico, un éxito de ventas sin precedentes en el campo del Derecho en los Estados Unidos. Por todos es conocida la larga lista de elogios dirigidos a este trabajo desde las más relumbrantes tribunas académicas de aquel país¹⁰⁴.

Bratton¹⁰⁵ sostiene que el éxito del libro fue diagnosticar correctamente una situación existente en casi todas las sociedades cotizadas en los Estados Unidos: los diferentes intereses que enfrentaban a la propiedad y la dirección de la sociedad. Para este autor, el texto del libro es deudor de la forma de pensar del «*Progressive Movement*», así como de la escuela del Rea-

103 Wells, *The birth of corporate governance*, 1287.

104 Ibíd., 1287. Recogen una amplia muestra de críticas positivas al libro; Cfr. Oliver E. Williamson, «Corporate board of directors: in principle and in practice», *Journal of Law Economics & Organizations* 24, issue 2 (2009): 268.

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

lismo Legalista que se dio en los Estados Unidos entre los años veinte y treinta.

Aunque inicialmente Berle era un decidido defensor de la autorregulación¹⁰⁶, su posición cambió tras leer los estudios de Means, en los que demostraba que un tercio de la riqueza del país se encontraba controlada por las doscientas mayores compañías. La conclusión fue que el poder económico estaba siendo concentrado en manos de un pequeño grupo de directivos, por lo que tras el Crash del 29, se posicionó claramente a favor de la intervención del gobierno, vía regulación.

El libro avanza –sólo en su último capítulo– una idea hoy defendida por los Constituencies Rights Defenders¹⁰⁷; y es la de que si los accionistas han abando-

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

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

While Berle believed that the democratization of the shareholder class would make the corporation a tool for the wider polity, Manne used shareholder primacy to focus managerial efforts on economic efficiency. When Manne's thoughts on shareholder primacy were married with those of Ronald Coase's on transaction cost theory, what emerged was a powerful reconceptualization of the corporation in legal thought. With the success of Manne's perspective, the shareholder wealth maximization norm was born, firmly defining the interest of shareholders and planting the seeds for the financialization of the firm...; y la segunda en la 1459 understanding of Berle's argument, providing a clear observation point for

nado¹⁰⁸ sus responsabilidades en lo referente a la defensa y control de la propiedad de la compañía, otros stakeholders deberían incluirse junto a ellos como beneficiarios o destinatarios de la acción de la sociedad, (esta idea ya la había adelantado Lippman, ver *ut supra*). Las sociedades, por tanto, podrán ser requeridas para pagar salarios dignos, dar seguridad en el trabajo, atender las necesidades reales de los clientes y proveedores, así como ser respetuosas con el medio ambiente. Es decir, no solo para maximizar el valor del accionista. La dirección debería evolucionar en el sentido de ser una «*purely neutral technocracy*»¹⁰⁹.

En el texto inicial del libro, Berle y Means anunciaban ya la necesidad de reconceptualizar el sacro santo derecho de propiedad en los Estados Unidos. En efecto, la nueva propiedad sobre las acciones generaba muchas dudas: «The explosion of the atom of property (has divided ownership into nominal ownership and the power formerly joined to it) destroys the basis of the old assumption that the quest for profits will spur the owner of industrial property to its effective use. It consequently challenges the fundamental economic principle of individual initiative in industrial enterprise. It raises for reexamination the question of the motive force back of industry, and the ends for which the modern corporation can be or will be run»¹¹⁰.

examining the shift from his shareholder primacy argument to the one of today. This shift is a transition from promoting shareholder primacy in order to protect minority constituents to promoting shareholder primacy in order to protect majority rights and the right of exit for any disgruntled minority. Stewart, Berle's conception.

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

109 Berle y Means, *The modern corporation*, 312.

110 Berle y Means, *The modern corporation*, 9.

Tras esta afirmación, prosiguen «no existe razón o justificación para asumir que todos los beneficios deban, automáticamente, corresponder a los accionistas»¹¹¹. A partir de ese momento, este argumento es incorporado por toda la doctrina comunitarista o *progressive* en la exposición de su concepción de la corporación. En efecto, una parte importante de la construcción intelectual de Berle y Means en este libro, descansa sobre una revisión del concepto o naturaleza jurídica del derecho a la propiedad¹¹². A través de ella, quieren adecuar el mismo a la situación jurídica que conlleva la propiedad de acciones del capital de una sociedad cotizada. En concreto, el debate se sitúa en si la propiedad de tales acciones significa realmente también la de la sociedad (aspecto este que ha sido muy discutido por la doctrina estadounidense desde el inicio del siglo xx, ya que los socios, obviamente, no pueden usar ni enajenar los bienes sociales), o estamos ante un derecho de propiedad «especial» que simplemente convierte a los accionistas en los «*residual claimants*» –como defienden los contractualistas– tal y como ya hemos expuesto en otros trabajos¹¹³. No es necesario recordar que el libro lo titulan *The modern corporation and private property*¹¹⁴.

111 Ibíd., «Preface» a la edición de 1967, XXVIII.

112 El pensamiento legal estadounidense, tan influenciado por el *Legal realism*, realiza un acercamiento a la naturaleza jurídica de las diversas instituciones del Derecho, de forma interdisciplinar y mucho más liviana (“de puntillas”, si se nos permite la expresión) y práctica que la europea.

113 Iñigo Zavala, «La pugna entre el shareholder primacy model y la Stakeholder theory en la doctrina y práctica anglosajona. Estado de la cuestión», *Deusto Estudios Cooperativos* 2 (2013): 112.

114 Ripley en *Main Street*, en su nota personal introductoria al libro, también afirma, «this [su libro], then, is really a study in the relation of property to civilization».

En el «Preface to the reviewed edition» de la edición de 1967, Berle se pregunta «¿No deberíamos reconocer que ya no estamos utilizando los derechos y deberes de la propiedad en el sentido tradicional? ¿Sigue siendo aplicable la lógica del concepto tradicional de propiedad?»¹¹⁵ Según esta, un propietario que ejerce realmente un control sobre sus bienes, está protegido por la ley en el sentido más amplio de aquel derecho. De esto se deriva que si un propietario ha cejado en la defensa de su propiedad, «¿debería ser igualmente protegido por el derecho? ¿no podría este propietario haber modificado su vínculo con sus bienes, hasta el punto de cambiar la lógica aplicable a su relación jurídica con los mismos?»¹¹⁶. La contestación a esta pregunta, no está solo en la ley —prosигuen estos autores— sino que debe buscarse en la base socioeconómica¹¹⁷ de la misma¹¹⁸.

En el señalado «Prefacio»¹¹⁹, y en el mismo sentido, argumenta que, en la moderna sociedad mercantil capitalista del siglo XX, el propietario ya no es un suministrador de capital. Este se obtiene emitiendo bonos, a través de financiación bancaria o mediante el no reparto de beneficios (él cifra el capital realmente aportado por los accionistas exclusivamente en un 20

115 Vuelve a incidir en esta idea años después en su obra *Power without property*, 60-71.

116 A. Berle y G. C. Means, *The modern corporation and private property*. «Preface» a la edición de 1967, xx.

117 Vuelve a verse la influencia del «*legal realism*» y se intuye la que en 1970, y tras la aportación académica de la denominada «Escuela de Chicago», se convertiría en la Escuela del Análisis Económico del Derecho (AED).

118 Este argumento sobre la limitación del «absoluto» derecho de propiedad en los EE.UU. en el sentido de asimilarlo más a su concepción «limitada» o europea, es la base teórica sobre la que muchos *constituencies*, fundamentan su posición. Véase Dine y Koutsias, *The nature of corporate*, 80.

119 Berle y Means, *The modern corporation*, «Preface» a la edición de 1967, xxvii.

por ciento). La compañía es la propietaria de ese capital, por lo que el accionista es un beneficiario pasivo del mismo. Prosigue con un argumento derivado del anterior: los mercados tampoco tienen como función principal la búsqueda de capital¹²⁰, sino dar liquidez a los propietarios de las acciones¹²¹. Para finalizar «el derecho del accionista a utilizar el dividendo, o a disponer del valor que resulte de la liquidación o venta de sus acciones como a él le plazca, se entiende como una cautela en defensa de su derecho a ordenar su

120 Mitchell, en 2014, reelabora este argumento, en una interesante aportación. Para este autor, la legitimación del derecho de voto de los accionistas (y por lo tanto, a participar de forma indirecta en la gestión de la sociedad, a través de la elección de los consejeros) reside en la contribución que estos realizan a la sociedad, al objeto de que esta produzca los bienes y servicios para los que fue creada, y en último término, ayude a la creación de riqueza y por tanto a la consecución del bien común.

Esta contribución o aportación ha sido, tradicionalmente, la aportación del capital necesario para el desarrollo y financiación de la actividad industrial o de servicios. Mitchell argumenta, que el actual tipo de accionista, no solo no aporta capital, sino que además, es «*net consumer of corporate equity*». Es más –prosigue– sus políticas inversoras influyen directamente en el comportamiento de la dirección, ya que hace que esta se fije más en el precio de la acción y en el corto plazo, en detrimento del «*long term business wealth*». La respuesta lógica a esta situación, es que los derechos de los accionistas deberían, teóricamente «*be eliminated, and certainly not expanded or enhanced*».

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

121 A. Berle y G. C. Means, *The modern corporation and private property*. «Preface» a la edición de 1967, xxxiii.

propia vida»¹²². Pero no como una consecuencia del derecho de propiedad sobre la sociedad.

Realizan, así mismo, una interesante mención a las «*intermediate institutions*» que, en cierta forma, son las antecesoras de los actuales inversores institucionales: «the significance of the intermediate institutions is twofold. First, they vastly increase the number of citizens who, to some degree, rely on the stocking form of wealth. Second, they remove the individual still further from connection with or impact on the management and administration of the productive corporations themselves»¹²³.

Es una apreciación, desde nuestro modesto punto de vista, que intuye la esencia del problema, surgido casi cien años después, con los inversores institucionales¹²⁴. A través de esta sistematización del contexto estadounidense de las sociedades cotizadas en la década de los treinta, los autores no quieren sino poner de manifiesto esta incontestable realidad, y tratar de limitar una situación de deterioro societario que en aquellos años alcanzó su cénit¹²⁵.

122 Ibid., xxxix.

123 Ibídem.

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

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

El libro finaliza con una conclusión un tanto ingenua¹²⁶, al anunciar el fin de la corporation como entidad privada (o sometida al derecho privado), el abandono de la obtención de beneficio como fin de la sociedad, y la transformación del control egoísta de la sociedad en un control «purely neutral technocracy, balancing a variety of claims by various groups in the community and assigning to each a portion of the income stream on the basis of public policy rather than private cupidity»¹²⁷.

Los autores señalan que, en la lucha entre el refuerzo de los derechos de los «propietarios pasivos»¹²⁸, o la atribución de facultades más o menos incontroladas a los directivos, cabe una tercera posibilidad. En efecto, por un lado aquellos propietarios (pasivos), rindiendo el control y la responsabilidad a la propiedad activa, han claudicado en el derecho a que la sociedad sea gestionada únicamente en su propio interés. Han relevado a la sociedad de su obligación de protegerles hasta los límites determinados por el tradicional concepto de propiedad. Al mismo tiempo, los grupos de control a través de la extensión de sus poderes han roto, en su propio interés, las fronteras tradicionales

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

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

127 Berle y Means, *The modern corporation*, 312-3.

128 *Ibíd.*, 312. El texto original los denomina «*passive property*».

que requerían que la sociedad fuese gestionada exclusivamente en el beneficio de los propietarios pasivos. Esta situación –prosiguen Berle y Means– permite a la comunidad civil poder solicitar que la moderna corporation, sirva, no solo a los propietarios o a los que la controlan, sino a toda la comunidad. Efectivamente, se da la paradoja de que muchas veces son los stakeholders, distintos a los accionistas, los que ejercitan un control sobre la dirección, mucho más eficaz que el de los propios accionistas (en especial bancos, empleados y clientes).

CAPÍTULO 3

De 1930 a 1970

Nuevas leyes, la *Securities Exchange Commission*. El «*managerialism*»

3.1. LAS LEYES

La Securities¹²⁹ Act de 1933 fue una respuesta conservadora a la crisis económica conocida mundialmente como «La Gran Depresión». Pero mucho más que la depresión o el precedente del Crash de la Bolsa, fue «The Pecora Committee»¹³⁰ el que influyó el carácter de esta ley, así como el de la Securities Exchange Act, aprobada el año siguiente para crear y regular la SEC¹³¹.

El principal propósito de estas leyes¹³² era ordenar y normalizar el efectivo suministro de informa-

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

130 <http://www.senate.gov/artandhistory/history/common/investigations/Pecora.htm#Outcome>.

131 Joel Seligman, *The transformation of Wall Street*. 3ª ed., (New York: Aspen Publishers, 2003), 41.

132 «Whereas the `33 Act was designed to govern and protect investors when there was a first issuance of a security, the purpose of the `34 Act was to regulate securities transactions on the secondary market. Inasmuch

ción veraz, que permitiría a los ahorradores realizar inversiones informadas y a los accionistas ejercitar sus derechos efectiva e inteligentemente. No obstante, el Congreso parecía querer excluir el uso de la información (*disclosure*) como mecanismo regulatorio, esto es, la utilización de la información con el objeto de condicionar las conductas de la sociedad¹³³ a través de la intromisión de las agencias gubernamentales en la gestión de las mismas¹³⁴. El Act del 33, asimismo «atacó» los escandalosos márgenes comerciales de los «*brokers*», las prácticas especulativas (especialmente se regularon las ventas en corto), y exigió información financiera relevante (y exacta) a todas las sociedades que cotizasen en alguno de los mercados regulados¹³⁵. No es necesario señalar que estos cambios supusieron auténticas «batallas», en especial contra el consejo de administración de la NYSE, no así con el NASDAQ.

Con los antecedentes expuestos en este capítulo, los asesores de Roosevelt durante la campaña electo-

as these transactions occurred almost entirely on stock exchanges, the Act provided for the registration of the exchanges under the auspiced of the Securities Exchange Commission (that was commenced by the act. Much of the actual regulation is conducted by self-regulatory organizations (SROs), such as the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and securities exchanges». Roy Girasa, *Corporate governance & financial law* (New York: Pelgrave-MacMillan, 2013), 179.

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

134 Stephen Bainbridge, «The scope of the SEC's authority over shareholders voting rights»; SEC <http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>.

135 McCraw, *Prophets of regulations*, 179.

ral de 1932, propugnaban modelos diferentes sobre cómo debería ser la agencia federal que dirigiera el flujo inversor hacia la insaciable industria. Tanto Raymond Moley, como Rexford Tugwell, e incluso Adolf Berle, trataron de que Roosevelt aceptará sus personales sugerencias sobre el patrón idóneo para construir lo que luego sería la SEC. Pero el Presidente tenía sus propias ideas. Él abordó el problema de la regulación de los mercados de valores con el instinto de un «*progressive politician*»¹³⁶, en la más pura tradición del expresidente W.Wilson y de Louis Brandeis. En este sentido Roosevelt quería conseguir el largamente buscado objetivo de superar las laxas leyes de los Estados federados, a través de una legislación federal más exigente. Finalmente, como afirma Seligman, «The securities legislation of 1933 was a modest act, but it constituted, the first effective regulation of corporate finance»¹³⁷.

La Securities Exchange Act de 1934 fue, de nuevo en palabras de Seligman «a marvel of irresolution». El corazón de la ley era su sección cuarta, que creó la SEC¹³⁸. Pero en contraste con la política seguida con las leyes de 1933 y 1934, en 1940 el Congreso, al regular las sociedades de inversión, además de dar a la información la verdadera importancia que la doc-

136 Seligman, *The transformation*, 41.

137 *Ibíd.*, 72.

138 McCraw no escatima elogios tanto a la SEC como a la ley que la crea: «The SEC in the half Century since its creation in 1934, has often been cited as the most successful of all Federal Regulatory Agencies...there have been many reasons behind the SEC success. Perhaps most important were the careful design of the enabling legislation of 1933 y 1934 and the extraordinary talented leadership the Agency enjoyed during its formative years». *Prophets of regulation*, 153. En el mismo sentido para el profesor de la Wake Forest University, Alan Palmiter, esta ley era «more political ambitious and far-reaching legislation than the securities Act of 1933». Alan R. Palmiter, *Securities regulation*. 5ª ed., (New York: Aspen Publisher, 2011), 21.

trina le otorgaba, realizó una tímida incursión en el territorio del gobierno corporativo. En efecto, la Investment Companies Act de 1940¹³⁹, determinaba que no más del 60 por ciento del consejo de una sociedad inversora, podía estar integrado por personas con vínculos con los *advisers* y sus accionistas, definiendo así lo que se entendía por tener vínculos con la compañía. De igual forma, en la Public Utility Holding Company Act¹⁴⁰ de 1935, también el legislativo de forma «blanda», volvió a abordar el problema del gobierno corporativo, a través de la regulación de los conflictos de interés entre los consejeros.

3.2. DOUGLAS Y NUEVOS INTENTOS DE UN CORPORATE LAW FEDERAL

En lo que a este trabajo afecta directamente, existió un proyecto inacabado (dentro del ámbito de las leyes de alcance federal que inició la Administración Roosevelt), referido a la aprobación de un código de buen gobierno. En efecto, tras el avance que supuso que la sección catorce de la Securities Exchange Act¹⁴¹ otorgara a la SEC la autoridad para regular el sistema de delegación del voto en la elección de los consejeros, se pretendió que a esta primera medida

139 SEC, <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>, sección 10. (a): «No registered investment company shall have a board of directors more than 60 per centum of the members of which are persons who are interested persons of such registered company». En el resto de la sección se recogen otras incompatibilidades de consejeros y personal de la sociedad.

140 SEC, <http://www.sec.gov/about/laws/puhca35.pdf>. En esta ley se regulan las compañías de electricidad y gas que, siendo de propiedad privada, prestan un servicio público.

141 Si bien, tal y como afirma Bainbridge, «the Securities Exchange Act says nothing about regulation of Corporate Governance», «The scope of the SEC's authority over shareholders voting rights». SEC, <http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>.

le siguiera otra disposición que codificara el gobierno corporativo a nivel federal¹⁴². Pero a pesar del apoyo a esta nueva propuesta, tanto por parte de su gobierno, como de la propia SEC (e incluso del NYSE), no resultó ser una prioridad para Roosevelt, por lo que quedó olvidada. Solo al final de su mandato, y desnaturalizando su finalidad, se volvió a retomar esta cuestión, pero incorporándola a un proyecto de «ley ómnibus» (que nunca llegó a aprobarse), en el que se quería regular, no solo un sistema de inscripción y registro de sociedades a nivel nacional, sino también revitalizar la legislación antitrust, así como la regulación de los derechos laborales de los empleados de las sociedades. Para Dalia Tsuk, durante la década de los treinta, la obsesión por la información eclipsó la necesidad de regular las relaciones intrasocietarias¹⁴³.

Douglas (que presidió la SEC desde 1937 hasta 1939, año en el que se le eligió juez del Tribunal Supremo de los Estados Unidos en sustitución, precisamente, de Louis Brandeis) fue, en su etapa de profesor, un defensor de la necesidad de aprobar una ley que regulara las sociedades (y por supuesto, su gobierno corporativo) a nivel federal. Tras la aprobación de la Securities Act en 1933, en una carta a Felix Frankfurter¹⁴⁴, comenta, «the Act is of secondary importance in a comprehensive program of social control over finance. Publicity of affairs, control over capital structures, control over directors, regulation of speculation, regulation of holding companies, protection of minorities are primary». Para reincidir en otra misiva: «federal incorporation does not mean to me merely

142 Seligman, *The transformation*, 205.

143 Dalia Tsuk, «Shareholders as proxies: the contours of shareholder democracy», *Washington & Lee Law Review* 23 (2006): 1540.

144 Seligman, *The transformation*, 205.

drafting a statute and determining what rule of ultra vires, stock dividends, director's liability, etc. to adopt. Those are next to clerical in significance. The real problem is to determine what social and economic values are at stake; what is wanted, what should be destroyed? What kind of holding companies do you want? What room should be left for the little fellow, the Henry Fords of the future or the corner grocery store of the next decade?»¹⁴⁵.

En su celebrado artículo «*Directors who do not direct*»¹⁴⁶, Douglas propone dotar al gobierno corporativo de las sociedades con el mismo tipo de directivos expertos y de liderazgo desinteresado, que buscaban Frankfurter y Landis¹⁴⁷ para las agencias federales (entre otras, la SEC).

No obstante, Douglas intentó la aprobación de una legislación federal que regulara las sociedades aprovechando dos iniciativas legislativas distintas. Por un lado, la presentada por senador populista por Wyoming, Joseph O'Mahoney, en agosto de 1935, en la que se proponía la aprobación de una ley federal que, entre otras cosas, regulara: la lucha antitrust (seguimos a esta altura de siglo con los mismos temores a nivel popular); la defensa de los intereses de los trabajadores y la defensa de los derechos de los accionistas. Esto se conseguiría exigiendo, para todas las compañías que operaran en más de un estado, la concesión

145 Carta de Douglas a Frankfurter de 19 de febrero de 1934. Douglas Papers, Container no. 6. Library of Congress. *Ibíd.*, 205.

146 William O. Douglas, «Directors who do not direct», *Harvard Law Review* 47 (1934)8: 1305-34. En este artículo Douglas avanza propuestas que aún hoy están vigentes.

147 McCraw, *Prophets of regulation*, 171. Los tres magníficos, que junto Frankfurter, redactaron tanto la Securities Act como la Securities Exchange Act, fueron: Landis, Corcoran y Cohen. Se les denominaba «*The happy hot dogs*».

de una licencia especial por parte de la Comisión de Comercio Federal. En su segundo Título, se garantizaba a los accionistas iguales derechos de voto, y así mismo, se autorizaba a la Civil Service Commission a acreditar a representantes de la sociedad, como comisarios-vigilantes del sistema de voto por delegación. La idea de esta propuesta de legislación a nivel nacional (aunque no la mezcolanza de los asuntos en ella regulados), atraía a Roosevelt¹⁴⁸. Mientras era objeto de estudio y debate, en enero de 1937, el senador por Idaho, William Borah –más respetado que O'Mahoney– presentó en el Congreso una nueva propuesta de ley de sociedades a nivel federal, que tenía como objetivo primordial la lucha contra los monopolios. El proyecto autorizaba a la Federal Trade Commission a denegar, o renovar las licencias a cualquier sociedad que operase en el ámbito interestatal, cuando esta violase las leyes antitrust.

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

En 1938, Douglas, en un último esfuerzo, y en el apartado VII del *Protective Committee Study*, publicado por la SEC, finaliza con la recomendación de que «it

148 Seligman, *The transformation*, 208.

was imperative...to eliminate the abuses in our corporate system made posible by lax state corporate law». El informe solicitaba la aprobación de «a federal incorporation law or use of the federal tax power to prevent state “chartermongering”»¹⁴⁹. Con la salida de Douglas, la SEC cerró su etapa más memorable y admirada. Nunca más recibiría tanto apoyo de la Casa Blanca, del Congreso y de la opinión pública¹⁵⁰.

3.3. LOS CUARENTA Y LOS CINCUENTA: DOS DÉCADAS PERDIDAS

Tras la Segunda Guerra Mundial, la SEC comenzó un declive que mermó su operatividad y reputación, hasta que en la década de los sesenta –y más debido a avances tecnológicos, que a la voluntad político-administrativa de las sucesivas administraciones norteamericanas– se tomaron determinadas medidas que, tal y como veremos, otorgaron cierto impulso al aspecto organizativo de los mercados. El presidente Truman nunca tuvo como prioridad en su mandato la reforma del derecho de sociedades (ibíd., 242). Esto, unido a la descarada politización de sus nombramientos para la SEC (ibíd., 244) y a «failing to appoint to the SEC a single leading academic or thinker in the corporate law field» (ibíd., 246) hizo que la Comisión entrara en una fase de desprestigio e inoperancia funcional. Pero el punto álgido de su descrédito se alcanzó durante la Administración Eisenhower, debido, no solo a los recortes presupuestarios, sino y sobre todo, a la prevención contra lo que su administración denomi-

149 SEC, Protective Committee Study, part 7, 413. En Seligman, *The transformation*, 210.

150 Ibid., 212.

nó «excessive federal regulation» (ibíd., 266). Este posicionamiento significaba confiar más en la autorregulación de los mercados en general y del NYSE en particular. Fruto de esta relajación de la regulación, fue el colapso del American Stock Exchange (anteriormente denominado New York Curb Exchange)¹⁵¹.

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

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

En efecto, ya en 1958 se había solicitado a la prestigiosa University of Pennsylvania's Wharton School of Finance and Commerce, un informe sobre las consecuencias del crecimiento de los inversores institucionales¹⁵². Este informe se publicó en 1962 bajo la denominación de «Wharton School's Study of Mutual Funds». En el mismo, ya se señalaban algunas de las carencias que aún hoy en día son atribuidas a estos grandes inversores. Se especificaba que los problemas más importantes detectados en la actividad de los fondos «involve potential conflicts of interest between fund management and shareholders...the possible absence or arm's-length bargaining between fund

151 Ibíd., 282. Consecuencia de la relajación en las exigencias para poder cotizar en este último mercado, fue la admisión de diversas compañías como la New Pacific Coal and Oils, que no había tenido beneficios en los tres años anteriores a su estreno en el mercado de valores.

152 Seligman, *The transformation*, 364.

management and investment advisers»¹⁵³. Así como que los accionistas de los *mutual funds* incurriesen en un «excessive costs in the acquisition and management of their investment». Tal y como señala Seligman, «The fundamental issue in mutual fund regulation during the post war period was the persistence on higher sales loads and advisory fees than would have occurred if there had been effective competition...in large measure, the persistence of mutual funds extra-competitive costs was the results of federal laws and regulation prohibiting or inhibiting competition»¹⁵⁴. Ya veremos como finalmente se autorizó la libertad de tarifas, lo que significó una bajada de precios, una entrada de nuevos inversores y un incremento importante de las operaciones.

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

153 Wharton School of Finance and Commerce, «A study of mutual funds». En Seligman, ibídem.

154 Ibídem, 371-2.

Cary comenzó su presidencia sin una política clara, pero con la doble determinación de volver a hacer de la SEC¹⁵⁵ una institución capaz de liderar propuestas legislativas, así como de atraer a la misma profesionales con talento. El principal vehículo para lograr ambas prioridades fue el «Special Study of Securities Market», realizado por un grupo de profesionales prestigiosos e independientes, entre 1961 y 1963. Este estudio se centró en la creciente importancia de los inversores institucionales, en la necesidad de automatizar el mercado de valores, y en las prácticas anticompetitivas que se derivaban de la estructura de tarifas fijas del NYSE. De todo ello, se colegía la necesaria reforma de las estructuras del mercado. Tal y como afirma Seligman, «its report undoubtedly was the single most influential document published in the history of the SEC; it provided a foundation for most of the reforms that occurred in the securities industry during the ensuing fifteen years. In large measure, the Special Study was a factual documentation of the limits of self-regulation in the securities industry», para proseguir criticando los esfuerzos regulatorios de las compañías en general, por encontrarlos «egoistas, autoprotectores y en muchos casos, no lograr crear standards de conducta superiores a los que existían antes de la aprobación de la legislación sobre valores»¹⁵⁶.

155 Ibid., 294. Seligman nos recuerda que el excelente trabajo inicial de la SEC durante el New Deal, estaba cimentado en rigurosos estudios sobre el mercado de valores y el derecho de sociedades, cosa que no se volvió a hacer en los veinte años siguientes. El estudio auspiciado por Cary, retomó la antigua práctica.

156 «The report's findings illustrated that without the "pointed stimulus" of the SEC, securities industry self-regulation consistently had been self-interested and self-protective, often failing to produce standards of conduct superior to those that existed before the enactment of the securities laws». Ibid., 299.

Sobre la base de las carencias denunciadas por este estudio, Cary intentó que los proyectos legislativos bosquejados para paliar las mismas tuviesen el máximo consenso posible. Tras diversas negociaciones con los miembros de la «Industry Liaison Group»¹⁵⁷, el proyecto fue presentado a la Cámara de Representantes y al Senado el 4 de junio de 1963. Básicamente, los aspectos más importantes de la reforma propuesta se referían a: la información periódica que deberían suministrar las sociedades; el sistema de representación en las juntas de accionistas, y regulación sobre el control de la información privilegiada. Tras languidecer durante más de catorce meses entre las dos Cámaras, finalmente se aprobó el 20 de agosto de 1964¹⁵⁸.

Esta última fase de la década, de 1967 al 70, estuvo marcada por la denominada «*Back-office crisis*»¹⁵⁹, que tuvo dos fases. Una inicial hasta mediados de 1969, que en síntesis consistió en la desaparición de muchos *brokers* debido al exponencial aumento en el negocio intervenido, y la imposibilidad de darle salida en los plazos estipulados; y una segunda fase de mayo del 69 a mayo del 70, que coincidiendo con una bajada del Dow Jones Industrial Average del 35 por ciento, supuso, por el contrario una brusca disminución del negocio intervenido. Durante 1969 y 1970, ciento sesenta firmas del NYSE desaparecieron, y otras ochenta se fusionaron para no hacerlo¹⁶⁰. La consecuencia de

157 En este grupo estaban representados, entre otros, el NYSE, The American Stock Exchange, The Investment Bankers Association, The Association of Stock Exchange Firms, y The Investment Company Institute.

158 Seligman, *The transformation*, 323.

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

160 Seligman, *The transformation*, 453.

esta crisis fue la aprobación, en diciembre de 1970 de la Securities Investors Protection Act que, entre otras cuestiones, creaba un fondo para poder asegurar por importe de 50.000 dólares a los clientes de todos los *broker-dealers* registrados en la SEC.

CAPÍTULO 4

El recorte de derechos a los accionistas y el advenimiento del «manager centric model»

Antes de adentrarnos en la exposición de cuál fue el proceso de recorte de los derechos de los accionistas en este periodo histórico, no podemos dejar de mencionar que, desde el final de la Segunda Guerra Mundial y hasta mediados de los setenta, el gobierno de las sociedades estuvo caracterizado por lo que se ha venido en denominar «*managerial capitalism*»¹⁶¹.

Y es que a resultas del «vaciamiento» de derechos que, tal y como seguidamente expondremos, sufrió el accionista de las grandes sociedades cotizadas; el management pasó a ser el centro del universo societario. La dirección de las sociedades, sin apenas control por parte de sus propietarios, campó a sus anchas en el escenario societario durante más de tres decenios, que, por cierto, coincidieron con los de mayor, más estable y sólido crecimiento económico en la historia moderna. De hecho, son muchos los economistas¹⁶² que precisamente, asocian este desarrollo a la libertad de acción que tuvieron los directivos. Esta libertad, o

161 Martin Gelter, «The pension system and the rise of shareholder primacy», *Fordham University School of Law*, working paper (junio 2012). <http://ssrn.com/abstract=2079607>.

162 Henry Hansman y Reinier Kraakman, «The end of history of corporate law», *Georgia Law Journal* 89 (2001): 444.

falta de control efectivo por parte de los accionistas –continúan– permitió que el management se dedicara durante estas décadas, exclusivamente a la gestión de la sociedad en el largo plazo. Así es, no estaban presionados por la obligación de tener que presentar resultados cada cuatro meses, ni por la de atender apremiantes exigencias de beneficios inmediatos por parte de accionistas que, inevitablemente, fijan su atención en el corto plazo. El que, en algún caso abusasen de su posición, era un daño colateral, asumible en aquellas décadas prodigiosas.

Tras el anterior párrafo introductorio, podemos ya entrar a analizar el proceso de recorte de derechos de los accionistas, en especial en lo relativo a las *shareholders proposals*, –realizado por la SEC, entre los años cincuenta y setenta– en cuanto que es un reflejo fiel de la postura mayoritaria de la doctrina y la administración, con respecto a aquellas materias en las que el gobierno corporativo de las sociedades comenzaba a manifestarse tímidamente.

Esta tendencia no es contradictoria con la apuesta por la *shareholder wealth maximization*, en tanto que seguirían siendo los accionistas, los únicos *constituencies* o interesados, en favor de los cuales tenía que gestionar la sociedad el management. Lo que cambia, en expresión de Bainbridge¹⁶³, son los «medios». Efectivamente, después de la Segunda Guerra Mundial, la corporation tenía que buscar como fin social el incremento del valor de la acción, pero utilizando como «medio» la gestión de los poderosísimos, especiali-

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

zados y clarividentes managers; en ellos debía residir el control último de la sociedad. Pero a partir de los setenta, la doctrina empezó a girar de nuevo (como consecuencia de la crisis del petróleo y de sonados escándalos de diversos directivos) para proponer que la *shareholder wealth maximization* se lograra utilizando como «medio» la *shareholder primacy*. Es decir, es el accionista en quién debe estar situado el verdadero control de la sociedad ya que nadie mejor que él sabe cuál es su beneficio. Se pasó, por lo tanto, de localizar el centro de control o poder de la corporation, del *management* al accionista.

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

1.1 LA IDEA ORIGINAL DE LAS SHAREHOLDER PROPOSALS

Tradicionalmente, eran las leyes de los Estados las que regulaban el derecho de voto¹⁶⁴ de los accionis-

164 Véase Colleen A. Dunlavy, «Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights». *Washington & Lee Law Review* 63 (2006): 1347. La autora realiza un interesante recorrido por la evolución de la conceptualización del derecho de voto desde la época colonial hasta nuestro siglo. En concreto, analiza acertadamente la desviación del principio de «una acción, un voto» (aunque originariamente regía el principio de un voto por cabeza, con independencia de la aportación al capital) que tiene como efecto dos «radically different social conceptions of the corporation». *Ibíd.*, 1387.

tas¹⁶⁵. Estas determinaban que materias (además del nombramiento de los consejeros) podrían ser objeto de votación en las juntas, así como los procedimientos a seguir para emitir el voto. Aunque inicialmente el accionista tenía que asistir¹⁶⁶ para votar a la junta, con el nacimiento de las grandes sociedades la delegación de voto pasó a ser la norma general. Con el objeto de restaurar la confianza del inversor en el mercado, la Securities Exchange Act de 1934 expresamente reguló —esta vez sí, a nivel federal— los problemas que hasta entonces se asociaban con la delegación de voto. En efecto, en su sección catorce, se abordaba esta materia con la finalidad de evitar los abusos denunciados por Ripley, Berle y Douglas, durante los años anteriores.

Esta «sección catorce» no tenía la intención de «fortalecer» a los accionistas, sino solo de instigar la comunicación entre el management y los socios capitalistas, dentro del marco de la entonces vigente legislación societaria de los estados (ibíd., 1546). Con este objetivo, de 1934 a 1942, la SEC aprobó una serie de «rules»¹⁶⁷ que, perfeccionando la redacción de la mencionada «sección catorce», tenían como objetivo el provocar el acercamiento y colaboración, incluso, entre los accionistas. Inicialmente muchas compañías se negaron a incluir en sus órdenes del día las propuestas que realizaban sus accionistas en las delegaciones de voto. Fue, entre otros muchos, el caso de la mastodóntica Bethlehem Steel Corporation, ante una propuesta de Lewis Gilbert¹⁶⁸—famoso

165 Tsuk, *Shareholders as proxies*, 1547.

166 Ibídem, 1548.

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

168 Véase Broc Romanek, «The pioneers of corporate governance», *The Corporate Governance Advisor* 19 (2011):1, en el que señala a los Gilbert

activista de los derechos de los accionistas¹⁶⁹—, quién finalmente logró que la SEC obligara a la sociedad a retrasar la junta para incluirla en su orden del día. Con motivo de estas negativas, la SEC en 1942, sugirió ciertos cambios en la «sección catorce» que además de tratar de garantizar el ejercicio de los derechos, tenían como objeto el proveer a los accionistas con los datos necesarios que les permitiesen votar de forma «informada».

La comunidad empresarial se opuso radicalmente a las modificaciones anunciadas. En efecto, sus representantes se manifestaron en contra de cualquier norma «of further legitimizing shareholders activism»¹⁷⁰. Ante esta negativa, la SEC finalmente aprobó, el 18 de diciembre de 1942, una versión atenuada de su idea inicial. La norma final disponía que la dirección de la compañía solo integrara las propuestas de los accionistas —en el orden del día a incluir en la solicitud de delegaciones para la junta— cuando estas fueran «proper subjects for action by the securitiesholders» (ibíd., 1551), así mismo, obligaba a hacer públicos los sueldos de sus directivos cuando estos superaran los 20.000\$ anuales. Garantizar el derecho individual de los accionistas a participar (aunque fuese de forma indirecta) en la junta general era un medio de proteger el ideal norteamer-

—eran dos hermanos— como los precursores del gobierno corporativo, al liderar a los «*Independently minded Shareholders*».

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

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

ricano de democracia (ibíd., 1553). La rule entró en vigor el 15 de enero de 1943.

4.2. LAS MODIFICACIONES DE FINALES DE LOS CUARENTA

La siguiente modificación se realizó en 1947 y formalizaba la potestad de la Division of Corporate Finance de la SEC, de revisar las *shareholders proposals* que las sociedades querían excluir de su documentación por entender que no se ajustaban a la norma de la «proper subjects for action by the securitiesholders»¹⁷¹.

En 1948 se aprobó otra rule que significó una nueva merma en los derechos de los accionistas. En efecto, haciéndose eco del temor de la comunidad financiera a que las *shareholders proposals* pudieran llegar a ser un estorbo o molestia en la gestión social, la SEC hizo unas modificaciones adicionales a las *proxy rules*¹⁷². Y así, autorizó a las sociedades a excluir como *proper subject proposals* aquellas que afectasen a cualquiera de las tres siguientes situaciones: 1) las que tuvieran como objetivo una reclamación personal, o una queja contra la compañía o su dirección; 2) cuando la dirección hubiera incluido alguna propuesta del accionista en las dos últimas juntas, y este no hubiera acudido a las mismas, o no hubiera defendido su propuesta; y 3) si una propuesta semejante hubiera sido

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

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

presentada en la última junta, y no obtuvo el 3 por ciento de los votos¹⁷³.

4.3. LA «ORDINARY BUSINESS PROPOSAL»

En 1952 la SEC volvió a realizar una modificación, esta vez de mayor calado, al prohibir propuestas relacionadas con «promoting general economic, political, racial, religious, social or similar causes»¹⁷⁴. El origen de este nuevo varapalo a los accionistas fue la solicitud realizada por un grupo antiracista *The Congress of Racial Equality*, a la Greyhound Corporation para que no separara en sus autobuses a los ciudadanos por razas¹⁷⁵. En 1954 más cambios fueron introducidos, aunque con las limitaciones que ya hemos señalado, realmente los accionistas eran incapaces de sacar adelante ninguna de sus propuestas.

Tal y como nos señala Tsuk, debido a las mencionadas restricciones, las propuestas de los accionistas de 1940 a 1950 se centraron en las cuatro cuestiones siguientes: el derecho de voto; asuntos relacionados con los consejeros y altos directivos; comunicación entre directivos y accionistas, y la remuneración de consejeros y directivos¹⁷⁶. Pero no obstante todo lo expuesto, ese año se aprobó una nueva limitación al prohibirse propuestas dirigidas «upon the duties and functions of the management»¹⁷⁷. Por lo tan-

173 Tsuk, *Shareholders as proxies*, 1555.

174 *Ibidem*.

175 «Peck contra Greyhound Corporation». 97F Supp.679, 679 (S.D.N.Y. 1951).

176 Tsuk, *Shareholders as proxies*, 1557.

177 Seligman, *The transformation*, 271, citando las *SEC minutes* del 7 de agosto de 1953, 26 de enero de 1954, 19 de febrero de 1954, 2 de marzo de 1954 y 11 de marzo, de ese mismo año.

to, se prohibían las relacionadas con los *ordinary business*; por lo que los accionistas ya solo podían centrarse en: a) la exactitud de los resultados y b) la política de dividendos. Es decir, las sociedades podían omitir, tanto las relacionadas con materias demasiado generales (políticas, raciales, religiosas, sociales), como aquellas que tuvieran relación con asuntos demasiado concretos (el propio negocio de la sociedad).

4.4. LAS LIMITACIONES A LA REPETICIÓN DE LAS PROPUESTAS

Las reformas de 1954 no terminaron ahí. Una nueva vuelta de tuerca hizo que el supuesto derecho de los accionistas a presentar sus propuestas, deviniese, de hecho, casi vacío de contenido. En efecto, las nuevas modificaciones permitían a las sociedades excluir aquellas que aún estando dentro de las *proper proposals*, hubiesen sido presentadas por lo menos una vez dentro de los tres años anteriores, y no hubiera obtenido al menos el 3 por ciento del voto (ibídem). Si hubiese sido presentada dos veces en los tres años anteriores y no hubiera recibido el 6 por ciento de los votos (ibídem); y si hubiese sido presentada tres veces y no hubiera obtenido el 10 por ciento de los votos (ibídem). Así mismo, se exigía a los accionistas el envío de la propuesta sesenta días antes de la fecha en la que la documentación para solicitar la delegación de voto hubiera sido remitida por la sociedad el año anterior. Las posibilidades de éxito eran mínimas.

Tras estas modificaciones, en palabras de Tsuk: «Little was left of the original shareholder proposal

rule...gradually..., the shareholders role as participant and the shareholder's role as investor converged. By the 1990s, this vision would dominate corporate law»¹⁷⁸.

178 Tsuk, *Shareholders as proxies*, 1560.

CAPÍTULO 5

De 1970 a 1990

El fin del «management centric model» y el reganismo desrregulatorio

5.1. LOS SETENTA. EL DESPERTAR DE LOS ACCIONISTAS

Si bien el gobierno corporativo, en tanto que forma de organizar y alinear los intereses de los accionistas propietarios, los directivos y consejeros, existe desde la constitución de las primeras grandes sociedades en los siglos **xvi** y **xvii**; no fue realmente hasta la década de los setenta, cuando se concretó y definió su actual significado¹⁷⁹.

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

179 Randall K. Morck, *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers* (Chicago: University of Chicago Press, 2005), 5.

legal duties of corporate officers and directors were debated, first in public interest proxy contests and the technical literature, later before congressional and SEC hearings»¹⁸⁰.

La guerra de Vietnam, la preocupación por la discriminación racial, el nacimiento de la conciencia medio ambiental, además del activismo en defensa de otros derechos civiles, hizo que en 1970 se produjera una eclosión de propuestas sociales, a través de las *proxy rules* analizadas en el anterior apartado. Debido a la intensa presión social¹⁸¹ que se produjo durante estos años, la SEC en septiembre de 1972 modificó –de nuevo– la «sección catorce a-8», pero esta vez para abrir la puerta (aunque no suficientemente), a propuestas de accionistas que tuvieran como objetivo tratar cuestiones sociales. Las sociedades sólo podían negarse a incluirlas en sus *Proxy solicitations* cuando estas «was not significantly related to the business of the issuer or is not within the control of the issuer»¹⁸². El Senado también realizó una investigación sobre cómo incentivar a las sociedades para que estas fueran más responsables ante los *stakeholders* y ante la opinión pública en general.

180 Seligman. *The transformation*, 534.

181 Esta presión social se materializó en una serie de campañas, entre las que podemos destacar la lanzada en 1968 por el Medical Committee for Human Rights, solicitando a la Dow Chemical que no fabricase más napalm con fines bélicos. Así mismo, el grupo liderado por el abogado activista Ralph Nader «Campaign GM», lanzó una campaña que tenía como objetivo persuadir a la General Motors para que mejorase su política laboral, medio ambiental y de transporte. Pero ninguna de estas actividades tenía una relación directa, ni afectaban a la estructura y mecanismos del gobierno corporativo.

182 SEC Annual Report de 1972, 14. La misma causó la *SEC Act Release N° 9784* de 22 de septiembre de 1972. SEC, http://www.sec.gov/about/annual_report/1972.pdf.

5.2. LOS GRANDES ESCÁNDALOS

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

La complacencia del consejo con el management fue explicada, entre otros, por el profesor de la Harvard Business School, Jonathan Macey¹⁸³, por el hecho de que el nombramiento de nuevos consejeros estaba totalmente controlado por el management de la sociedad, y en especial por su Chief Executive Officer (CEO). En 1974 de las 6.615 solicitudes de delegación para el nombramiento de consejeros, supervisadas

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

por la SEC, los consejeros con cargo en vigor fueron reelegidos, sin oposición, en 6.000 compañías (es decir el 90,6 por ciento) y en 6.606 (el 99,8 por ciento) la lista propuesta por el consejo resultó aprobada¹⁸⁴.

Así mismo, varios escándalos surgidos como consecuencia del pago de sobornos en países en vías de desarrollo, y las donaciones realizadas por diversas compañías (entre otras Amerian Airlines, Goodyear y Gulf Oil), a la campaña para la elección de Nixon en 1972 –en flagrante violación de la Federal Election Campaign Act–¹⁸⁵ terminaron por hacer saltar todas las alarmas. A partir de 1974, la SEC tomó cartas en el asunto. Propuso que todas aquellas empresas que creyeran haber incurrido en alguna de las conductas prohibidas antes mencionadas, realizaran una investigación interna al respecto y de forma voluntaria divulgasen su resultado. Más de 400 sociedades cotizadas publicaron el informe reconociendo haber realizado actividades cuestionables o incorrectas dentro del país o en el extranjero¹⁸⁶. Para Seligman, nunca en la historia de la SEC, tales escándalos (Penn Station, sobornos y contribuciones ilegales a partidos políticos), obtuvieron tan poca reacción¹⁸⁷.

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

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

185 Seligman, *The transformation*, 537.

186 Murphy, *The nominating process*, 134.

187 Seligman, *The transformation*, 551.

ros independientes¹⁸⁸, y a la creación de un comité de auditoría. Fue en 1976 cuando por primera vez apareció esta expresión en un registro público. Este mismo año, la SEC consiguió que el NYSE exigiera a todas las compañías que cotizaban en la bolsa de Nueva York, el cumplimiento de una serie de requisitos relativos a las materias que acabamos de citar.

En 1977 la SEC anunció que iba a realizar una revisión del impacto que las *proxie rules* tenían en el gobierno corporativo. Elaboró una serie de preguntas para su comentario o respuesta por parte de la opinión pública (especialmente dirigidas a consejeros, directivos, profesionales del derecho y comunidad académica), y además organizó «*hearings*» en cuatro grandes ciudades del país. La Comisión puso un especial énfasis en el aspecto de la participación de los accionistas en el proceso electoral. Aunque con motivo de este —permítasenos la expresión— «trámite de debate público», la SEC emitió diversas «*releases*»¹⁸⁹ de poca trascendencia a los efectos que aquí nos ocupan; acabó difiriendo el estudio de «*more complex matters*» a la realización de un informe más a fondo sobre estas materias. El informe que se publicó en 1980, volvió a sugerir más estudios antes de aprobar normas regula-

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

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

doras. Con la llegada de Reagan en 1980 al poder, este estudio se olvidó.

5.3. LOS «SETTLEMENTS»

Históricamente ha sido a través de de los *settlements*¹⁹⁰, la vía por la que la Comisión ha realizado sus más notables incursiones en el mundo del gobierno corporativo (hasta la promulgación de la Sox). Las consecuencias de estos acuerdos o *settlements* han perdurado en el tiempo, y han tenido una influencia importante en todo el desarrollo posterior de esta materia. Básicamente, los acuerdos de la Comisión –en esta etapa– relacionados con el gobierno corporativo, los podemos agrupar en torno a las siguientes materias: 1) acuerdos que exigían el nombramiento de más consejeros independientes («SEC contra Canadian Javelin», SEC *Litigation Release* N°. 6.441 (S.D.N.Y. 1974); 2) acuerdos de naturaleza especial para una circunstancia determinada, o bien que de forma continua son impuestos a un consejo ya existente («SEC contra Emerson Ltd.», *Litigation Release* N°. 7.392 (D.D.C. 1976); 3) acuerdos que requieren el nombramiento de un auditor y/o de algún comité del consejo, dadas determinadas responsabilidades («SEC contra Mattel Inc.», SEC *Litigation Release* N°. 6.531 y 6.532 (D.D.C. 1974); 4) acuerdos que implican el nombramiento de un asesor especial que dirija una investigación sobre ciertas prácticas de la empresa señaladas por la SEC.

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

(«SEC contra General Tire and Rubber Co.», SEC *Litigation Release* N° 7386 (D.D.C. 1974), y 5) el nombramiento de un auditor especial que apoye el trabajo de un asesor especial («SEC contra Mattel Inc.», SEC *Litigation Release* N°. 6531 y 6532 (D.D.C. 1974). Obviamente estos «acuerdos» entre la SEC y la sociedad denunciada, solo afectaba a las partes implicadas, pero no obstante, y tal y como antes hemos dicho, tenían una influencia importante sobre todas las empresas cotizadas¹⁹¹.

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

Aunque en su origen la SEC era la agencia gubernamental con las facultades necesarias para el estudio de las posibles necesidades de reforma del gobierno corporativo, esta competencia era considerada accesorio o tangencial a sus responsabilidades principales. Estas eran la regulación de los mercados, procurar adecuada información sobre las sociedades cotizadas, y la persecución del fraude, primero a nivel administrativo y luego judicialmente¹⁹². Realmente, la idea de la regulación del gobierno corporativo de las sociedades era considerada como una cuestión secundaria, li-

191 Sommer, *The impact of the SEC on corporate governance*, 130.

192 Véase SEC, <http://www.sec.gov/news/speech/1962/113062conwill.pdf>. El discurso del comisionado Allan F. Conwill en Tulsa Oklahoma en 1962, titulado «Current functions and objectives of the Securities Exchange commission», en el que de forma breve y didáctica se reconocen estos tres objetivos. Así mismo, la actual presidente de la SEC, Mary Jo White, afirma, «our core mission of protecting investors, promoting fair, orderly and efficient markets and facilitating capital formation». *Fiscal Year 2013 Agency Financial Report*, 2. SEC, <https://www.sec.gov/about/secpar/secpar2013.pdf>.

gada al problema de la información. Ello provocó que la respuesta de la SEC a este debate fuera un tanto paradójica. En efecto, por un lado, la agresiva campaña lanzada por la Comisión, al objeto de que se informasen y publicitasen los distintos casos de sobornos en los que se vieron implicadas importantes empresas en aquella década; y por otro lado, que la respuesta dada directamente al problema del gobierno corporativo fue realmente limitada. No existió ningún estudio de la SEC (tan dada a los mismos) que de forma sistemática abordase el problema del corporate governance, que por otro lado, era objeto de debate y preocupación, tanto en la opinión pública como en el ámbito académico. Si bien es cierto que la SEC aplicó de forma contundente la legislación vigente en el momento y propuso y persiguió determinadas reformas en el proceso de auditoría societaria, nunca consideró de forma seria, ni cambios en la estructura de las grandes sociedades, ni que los problemas de sobornos y fraudes ocurridos en esta década requiriesen una revisión de la legislación estatal y federal en lo relativo al gobierno de las sociedades¹⁹³.

Concretando su actuación, podemos resaltar que la SEC convocó en 1975, a las 300 empresas más importantes del país, así como a jueces, abogados y profesores, al objeto de detectar cuales eran las carencias, a efectos de gobierno corporativo, de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos. Finalmente, la Comi-

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

sión solo realizó propuestas relacionadas con el modo y el momento en el que requerir la información que debían hacer pública las empresas, así como a la necesidad de que las mismas implantasen comités de auditoría, nombramientos y retribuciones. Su nuevo presidente, Harold Williams –nombrado a instancias de la Administración demócrata de Carter– no se decidió a aprobar las disposiciones necesarias, y finalmente solo solicitó la adopción voluntaria por las sociedades de estas normas¹⁹⁴. Bajo su presidencia, en 1978, la SEC adoptó una rule¹⁹⁵ que a lo único que obligaba a las empresas cotizadas era a hacer pública información adicional (no a la toma de acuerdos en un sentido determinado) sobre: la independencia de sus consejeros; si las sociedades tenían comités de auditoría, nombramientos y retribuciones; y si algunos de los consejeros habían acudido a menos del 75 por ciento de las reuniones del consejo el año anterior. Otra rule, en 1979 requirió modestos cambios en la forma de los corporate proxies¹⁹⁶.

También en 1978, el senador Howard Metzenbaum, reunió una comisión de expertos, en la que estaban representadas las grandes compañías, los consumidores, las entidades financieras, y los trabajadores. La misma, si bien concluyó que el gobierno corpora-

194 Seligman, *The transformation*, 548.

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

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

tivo era vital para el desarrollo del sistema financiero, no fue capaz de realizar propuestas legislativas concretas. No obstante, este senador presentó al Congreso un proyecto de «*Protection of Shareholders Rights Act*» en 1980¹⁹⁷, en el que de forma sistemática se recogían derechos que se entendían esenciales para los accionistas¹⁹⁸. No fue aprobado. A partir de este momento se inició un tímido debate doctrinal que, como veremos, no hizo sino aumentar en intensidad con el paso del tiempo.

En los años siguientes, diversas organizaciones no gubernamentales de marcado carácter profesional entraron en juego realizando distintas propuestas relacionadas con la materia. Entre ellas podemos destacar la publicación en 1978, por The American Bar Association, Section of Corporations, Banking and Business Law del «*Corporate directors guidebook*»¹⁹⁹; en el mismo año la Business Roundtable aprueba el «*The role and composition of directors of the large publicly owned corporation*»; para finalizar el año siguiente, de nuevo con la American Bar Association, esta vez el Committee on Corporate Law, con la aprobación del informe «*The overview committees of the board of directors*»²⁰⁰. Pero

197 InternetArchive.org http://www.archive.org/stream/protection-share00secugoog/protectionshare00secugoog_djvu.txt. Se puede observar que en el subcomité de valores está presente el senador Sarbanes, quién en 2002 fue, junto con Oxley, el artífice de la mayor reforma habida en las sociedades cotizadas norteamericanas desde la Gran Depresión. Así mismo, el 19 de mayo de 2009, se presentó un nuevo proyecto, esta vez por el senador Schumer, que tampoco fue aprobado. Govtrack.us, <https://www.govtrack.us/congress/bills/111/s1074/text>.

198 Stephen M. Bainbridge, «The scope of the SEC's authority over shareholders voting rights». <http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>.

199 American Bar Association <http://apps.americanbar.org/abastore/index.cfm?pid=5070644&section=main&fm=Product>.

200 Stephen M. Bainbridge, *The new corporate governance in theory and practice* (New York: Oxford University Press, 2008), 163. El autor afirma que

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

5.5. EL ORIGEN DEL CONSEJO COMO ÓRGANO MONITORIZADOR²⁰¹

Realmente, el consejo de administración fue el centro de la discusión pública y académica que siguió a los escándalos antes relatados. Una gran cantidad de estudios concluyeron que los consejos de las grandes y medianas empresas «had ceased to function as a meaningful check on the corporation's chief executive officer²⁰²». Distintas propuestas de reforma siguieron a

estos tres estudios han sido los más influyentes de esa década en relación con las funciones del consejo de administración.

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

202 Joel Seligman, «A sheep in wolf's clothing: the american law institute principles of corporate governance project», *George Washington Law Review* 55 (1987): 328. En D. Tsuk, «Status bound: the twentieth century evo-

estos trabajos. El antiguo presidente de la SEC, William Cary, propuso la aprobación de «*federal minimum standards for officers and directors of firms of certain size*»²⁰³. De igual manera Nader, Green y Seligman²⁰⁴, reintrodujeron la idea (ya propuesta en las primeras décadas de siglo tal y como hemos reseñado) de que las grandes sociedades deberían inscribirse en un registro federal, sobre la base de una regulación que debería exigir una concreta composición del consejo de administración (en particular exigían la presencia en el mismo de determinados constituencies o stakeholders²⁰⁵) y unas determinadas funciones de este. Así mismo, Golschmid²⁰⁶ propuso que los consejos deberían estar compuestos exclusivamente por consejeros independientes; y Peter Drucker sugirió la creación de «*profesional directors*», «men or women of public standing and proven competence who, as members of the board, can be truly independent from the management»²⁰⁷.

Es en esta década y a raíz de estos estudios y propuestas es cuando se empieza a conformar el consejo de administración como un «*monitoring board*», conceptualización que ha perdurado hasta nuestros días, tal y como con todo vigor defiende Bainbridge. Pero

lution of directors liability», *New York University Journal of Law and Business* (2009): 133.

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

204 Nader, Green y Seligman, *Taming the giant*, 61-2.

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

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

207 Henry R. Horsey, «The duty of care component of the Delaware business judgment rule», *Delaware Journal of Corporate Law* 19 (1994): 973.

realmente, desde un punto de vista teórico, el espaldarazo definitivo a esta concepción se fraguó en el trabajo del profesor de Berkeley, Melvin Eisenberg: «*The structure of the corporation*» que, en palabras de Tsuk es: «perhaps the most important work on Corporate Law since Berle & Mean's *The modern corporation and private property*²⁰⁸». Eisenberg concluyó que la más importante función del consejo era nombrar, y en su caso separar, al CEO, y controlar el funcionamiento de los altos directivos. Escribió, «under the monitory model...the role of the board is to hold the executives accountable for adequate results, while the role of the executives is to determine how to achieve such results²⁰⁹». En 1980, ya nadie ponía en duda que el modelo o función de control era la apropiada para el consejo. Esta idea fue reafirmada con la publicación en 1982 del *Tentative Draft* del American Law Institute «Principles of corporate governance» (cuya versión final fue publicada, tal y como ya hemos dicho en 1992, tras una década de luchas), cuyo autor principal, como señala Bainbridge, fue Eisenberg. Consecuentemente, acabó de tomar forma la posición de que los deberes de los consejeros eran para con los accionistas exclusivamente.

5.6. MAY DAY

Otro hecho de gran trascendencia en la configuración del actual sistema de corporate governance en los EE.UU., aunque inicialmente nadie pensó en sus consecuencias, fue la adopción por la SEC el 23 de

208 Tsuk, «Status bound», 135.

209 Melvin A. Eisenberg, *The structure of the corporation. A legal analysis* (Washington: Beard Books, 1976), 165.

enero de 1975, de la rule 19b-3 que liberalizaba las comisiones que las distintas agencias y brokers cobraban por la prestación de sus servicios y que desde el pacto de Buttonwood Tree²¹⁰, eran iguales para todos. Esta norma entro en vigor el 1 de mayo del mismo año, por lo que popularmente es conocida por «*May Day*». La aprobación de esta medida significó la bajada de las comisiones hasta entonces pactadas, en casi dos terceras partes, ocasionando que los inversores institucionales (y también los particulares), incrementaran su actividad²¹¹. Así mismo, y junto con el flujo de dinero que supuso la progresiva liberalización del movimiento de capitales a nivel mundial; hizo que las autoridades tomaran medidas para hacer sus mercados más atractivos a los inversores de otros estados. Esto se concretó en una apuesta importante por la modernización de los sistemas informáticos de contratación, así como por la reducción del coste de las operaciones en el mercado. Debido a que el volumen contratado es inversamente proporcional al coste de transacción, la rotación en los mercados se disparó, por lo que a su vez la media temporal de tenencia de las acciones se redujo de forma exponencial²¹².

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

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

212 *Ibid.*, 87.

CAPÍTULO 6

Los ochenta y el mercado de adquisiciones societarias

El nombramiento de Ronald Reagan como presidente del país al inicio de la década de los ochenta, además de significar una nueva mayoría política en el Congreso, supuso el nombramiento de un nuevo presidente de la SEC, Jhon Shad, y un importante impulso desregulatorio. Efectivamente, cuando el ALI publicó en 1982 su *Tentative Draft* número uno (un primer borrador), el mundo político, jurídico y financiero en general, reaccionó con pánico. Los cambios de personas (la nueva mayoría republicana sustituyó a los antiguos representantes de la administración demócrata) operados en los consejos y juntas directivas de las distintas sociedades, asociaciones y organismos de toda clase que, inicialmente habían respaldado la actuación de la ALI, hicieron que todas ellas retiraran su apoyo al mencionado e inicial *Tentative Draft*. Así mismo, tanto el poderoso lobby de los managers y directivos, como el mundo de los negocios en general, apreciaron en estas propuestas un peligro para sus intereses económicos. Este borrador proponía dotar a los accionistas con los derechos suficientes para poder realizar una eficaz labor de control de los directivos y, de esta forma, impedir que estos utilizasen la

sociedad en beneficio propio. Este argumento exigía por lo tanto, un incremento de la presión reguladora, para luchar contra la supuesta indefensión de los (pequeños) accionistas. En resumen: empieza a cambiar el centro de poder del management a los shareholders, nos encontramos con los primeros balbuceos de la *shareholder primacy* (insistimos, minado el prestigio de los managers por escándalos mayúsculos y retornos económicos que ya no tenían nada que ver con los de antaño).

Al objeto de aplacar las críticas, la dirección de la ALI decidió sustituir a los responsables de la redacción del primer documento, por unos expertos más en sintonía con la corriente desreguladora existente en el país. Fruto de este cambio, fue la modificación del primer borrador, y la alteración de la propuesta inicial que sugería que las recomendaciones contenidas en el mismo deberían ser de obligatorio cumplimiento (principalmente a través de la acción de la SEC); por una propuesta de perfil mucho más bajo, en el sentido de transformar la obligatoriedad inicial de sus conclusiones por recomendaciones de voluntario cumplimiento. Y así, finalmente, en 1992 la ALI aprobó sus «Principles of corporate governance: analysis and recommendations»²¹³; siendo publicadas en 1994 con una redacción tan descafeinada que ni siquiera fue objeto de censura alguna por sus iniciales detractores.

La doctrina crítica²¹⁴ con la base intelectual que cimentó el primer y fallido borrador de la ALI, siguió defendiendo la postura de que no era demasiado pre-

213 ALI, http://www.ali.org/index.cfm?fuseaction=publications.ppage&node_id=88.

214 Jonathan R. Macey, «The transformation of the american law institute», *George Washington Law Review* 61 (1993): 1212.

ocupante que los directivos confundiesen la prosperidad de la sociedad con la suya propia. Y ello era debido a que el mercado contaba con otros mecanismos para alinear los intereses de los shareholders y de los managers. Estos mecanismos fueron, durante la década de los ochenta, principalmente el mercado de OPAS, y de adquisiciones. Durante estos años, se desarrollaron una serie de instrumentos legales y financieros que propiciaron la posibilidad de que todas aquellas empresas que estuvieran infravaloradas, debido a la falta de acierto en la gestión de sus directivos, pudiesen ser objeto de una OPA²¹⁵. El éxito de esta significaría la salida del antiguo equipo directivo y su sustitución por otro de la confianza del nuevo accionista mayoritario. Esta amenaza, prosiguen los defensores de estos mecanismos, es un factor suficiente para disuadir a los directivos de las empresas cotizadas de descuidar sus obligaciones o «confundir» los intereses propios con los sociales. En definitiva, el mayor precio que sobre

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

el valor de la acción pagaba el ofertante, se entendía que podía recuperarlo sustituyendo a los directivos por otro equipo más capacitado que, obviamente, mejoraría los resultados.

Pero este mercado realmente frenético (y casi inexistente en Europa y Japón) llegó a su fin cuando las poderosas asociaciones de directivos²¹⁶, presionaron a los legislativos de los Estados federados para que modificaran la ley y de esta forma entorpecieran el posible éxito de las OPAS. Además, la modificación de los estatutos de muchas sociedades para incorporar las denominadas *poison pills* (cláusulas estatutarias que hacen prácticamente imposible el control de la sociedad a quien lo adquiriera a través de una OPA²¹⁷), y el endurecimiento de las condiciones financieras, hizo que esta forma de control también se diluyese.

Ante esta situación, parecía que el *manager-centric model*, volvía a imponerse, y que los derechos de los accionistas –ante su desidia e inoperancia– quedaban relegados a su mero reconocimiento formal, es decir, vacíos de contenido. Incluso el reputado profesor de la Universidad de Yale, Schwartz, firme defensor de los derechos de los accionistas, escribió, «that shareholder participation is not capable of working well because of its impracticability and because of the rational indifference of shareholders to participation in corporation affairs»²¹⁸.

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

217 Véase Franklin A. Gervutz, *Corporation law* (Minnesota: West, 2010), 706.

218 Donald Schwartz, «Shareholder democracy: a reality or a chime-ra?», *California Management Review* 25 (1983): 55.

Durante esta década, el presidente de la SEC que más tiempo estuvo en el cargo fue, el ya mencionado, John Shad. El cual, por formación (profundamente influenciado por la Teoría del análisis económico del derecho), y por convicción política, era contrario a la aprobación de nueva normativa que regulase los fallos en el sistema. Era más partidario de la acción autocorrectora del mercado. Esto hizo que la respuesta de la Comisión²¹⁹ a las «*hostile tender offers*» que caracterizaron estos años, fuera la remisión al mercado y a la legislación de los Estados, lo que acumulativamente hizo que se reforzara la posición del management de las sociedades opadas u objeto de oferta, con el resultado de la desactivación de aquellas tal y como acabamos de exponer. Su sucesor en el cargo –Ruder, en 1987– ya anticipó que esta clara inclinación en favor de los managers, y las consiguientes modificaciones estatutarias que tuvieron como resultado la admisión generalizada de las *poisons pills*, sin duda dificultarían la transmisión de las acciones.

Podemos afirmar, por lo tanto, que en esta década muy poco quedó del ideal del principio de siglo xx de la democracia participativa (o *shareholder democracy*) de los accionistas (también es verdad que las estructuras accionariales y tipología de los mismos habían cambiado totalmente). Con la eliminación de cualquier otra alternativa para influenciar a la dirección de la compañía, los accionistas quedaban avocados al ejercicio

219 *Ibíd.*, 584. El autor señala las dos ocasiones en las que la Comisión prestó «devoted sustained attention to aspects of the hostile takeover phenomenon». En concreto, la creación en febrero de 1983 de un «*Advisoty Committee on Tender Offers*»; y en junio de 1984, de un «*Subcommittee on Shareholder Participation and Qualitative Listing Standards*», en el que se analizó la conveniencia o no, de prohibir el voto plural.

de sus derechos «del mercado» de «*exit*» o «*voice*»²²⁰. El accionista individual era un inversor con poco, si es que algún poder, y su participación en la gestión de los asuntos sociales se volvió una reliquia de tiempos pasados. Solo la pujante llegada de los inversores institucionales logró hacer despertar en el comunidad académica, la financiera y la clase política, un interés que, hábilmente utilizado por aquellos (bajo el ropaje de un supuesto y renacido interés por los derechos de los accionistas), sirvió para transformar, en provecho propio, una reacción, que, tal y como veremos, ha llevado a destinos no deseados.

220 También llamada «*The Wall Street rule*». Con esta expresión se hace referencia a que los accionistas tienen dos opciones para mostrar su desacuerdo con la gestión de la sociedad que realiza su dirección, bien salirse (*exit*) es decir, vender sus acciones; bien quedarse, y ejercitar su derecho a ser oídos en la junta (*voice*). Véase Albert O. Hirschman, *Voice and loyalty: responses to decline in firma, organizations and states* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1970). En Iris H-Y. Chiu, *The foundations and anatomy of shareholder activism* (Portland, Oregon: Hart Publishing, 2010), 38.

CAPÍTULO 7

La década de los noventa y la consolidación de la shareholder primacy

7.1. DÉCADA DEMÓCRATA, Y SIN EMBARGO, INERCIA DESREGULADORA

Levitt fue nombrado presidente de la SEC con la llegada de Clinton a la Casa Blanca, y estuvo en el cargo desde 1993 hasta 2001. Trató de resistirse a la inercia desreguladora que, a pesar de la llegada de los demócratas al poder, aún prevalecía tanto en la comunidad política como en la académica. De hecho, durante su mandato, se aprobaron algunas de las leyes más neoliberales de la historia de los Estados Unidos. Como ejemplo, señalar que nada más tomar posesión del cargo, la «*Task Force on Disclosure Simplification*» recomendó la eliminación de ochenta y un rules de la Comisión, veintidós formularios, así como la modificación de decenas de otros²²¹. Si bien es cierto que la esencia del sistema de información quedó inalterada.

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

Así mismo, se aprobaron: la Private Securities Litigation Reform Act (1995) que limitó y redujo de forma drástica la posibilidad de demandar a las sociedades y sus administradores por daños causados a sus accionistas (realmente puso un poco de orden en una legislación dispersa y complicada que generaba cierta inseguridad jurídica²²²); la National Securities Markets Improvement Act (1996) y la Gramm-Leach-Bliley Act²²³ (1999), ratificada por el presidente Clinton, y que de hecho supuso el fin de la separación entre bancos industriales y comerciales, en vigor desde la Glass-Steagall Act (1933). Por el contrario, es justo señalar que su oposición, en julio de 1995 a la propuesta del senador Jack Fields denominada *Proposal for a Capitals Market Deregulation and Liberalization Act*²²⁴ (recordar que desde 1994 los republicanos tenían la mayoría en ambas cámaras) fue esencial a la hora de conseguir abortar la misma.

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

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

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

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

that the NYSE, and the NASD require the audit committee of each listed company to (i) adopt a formal written charter that is approved by the full board of directors and that specifies the scope of the committee's responsibilities, and how it carries out those responsibilities, including structure, processes, and membership requirements, and (ii) review and reassess the adequacy of the audit committee charter on an annual basis”;

*that the revised audit committee be “Responsive for ensuring the receipt from the outside auditors of a formal written statement delineating all relationships between the auditor and the company, consistent with Independent Standards Board Standards*²²⁵.

Lógicamente, estas recomendaciones fueron adoptadas por la SEC, el NYSE y el NASDAQ. La aprobación de estas normas coincidió además con la investigación realizada por la Comisión, sobre una serie de infracciones cometidas por Arthur Andersen y Coopers & Lybrans (luego fusionada con Pricewaterhouse) en la que de forma increíble, se descubrió que durante el período investigado esta última había infringido la norma que regulaba la prestación de los servicios de auditoría en más de 8.000 ocasiones. Esto hizo manifestar a Lewitt, «the lesson of this episode is cristal clear: self-regulation by the accounting profession is a bad joke...The firms would never subject themselves to scrutiny unless forced to do so»²²⁶.

La siguiente revisión que realizó la SEC sobre las normas de independencia de los auditores, se focalizó en el control de los servicios –distintos a los de auditoría– que los auditores prestaban en paralelo con los propios de su profesión (es decir, asesoramiento legal, consultoría, prestación de servicios informáticos, etc.). Tras una impresionante guerra entre las (entonces) «*big five*» y la SEC, esta aprobó²²⁷ en noviembre de 2000, la *Revised Accounting Independence Rule*²²⁸.

225 Ibídem.

226 Ibíd., 722.

227 Ibíd., 721.

228 *Rule 2-01(c)(4) of Regulation S-X*. SEC, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8183.htm>.

7.2. INTERNACIONALIZACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Es por tanto, al inicio de esta década de los noventa cuando realmente se produce la explosión a nivel internacional del estudio del gobierno corporativo, siendo Reino Unido el camino de entrada a nuestro continente. El primer documento «oficial» en esta materia, fue el «Informe Cadbury»²²⁹, que marcó un antes y un después en la historia europea sobre esta materia. El citado informe se elaboró en un momento de crisis económica e incluso existencial del Reino Unido, ante la comprobación de la pérdida evidente de su liderazgo político y social a nivel mundial. Así mismo, coincidió con una serie de escándalos mayúsculos²³⁰ que se achacaron a la falta de un apropiado gobierno corporativo. Todo ello, junto con la habilidad del Comité para lograr que el *London Stock Exchange*²³¹ lo incluyese como un anexo a las normas que debían cumplir las compañías cotizadas en este mercado, le otorgó una influencia sobre la mayoría de los códigos posteriores de todo el continente que, aún hoy, es incuestionable.

Esto coincidió en el tiempo, con que en toda Europa, se puso en marcha una política liberalizadora de los mercados de capitales, así como privatizadora de muchas de las grandes empresas estatales, lo que propició la rápida adopción de códigos de buen go-

229 European Corporate Governance Institute (ECGI), <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

230 En especial Ian Robert Maxwell, magnate de los medios de comunicación británicos, quien utilizó –y vació– los fondos de pensiones de los empleados del Mirror Group. Véase *New York Times*, 12 octubre 1991, http://www.nytimes.com/1991/12/10/business/worldbusiness/10iht-max__2.html.

231 Véase *London Stock Exchange*. <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>.

bierno. Finalmente –y como consecuencia de todo lo anterior– se produjo la llegada de los grandes fondos americanos al capital de las grandes sociedades europeas. Estos fondos, antes de entrar en el accionariado de cualquier sociedad, ponían como condición *sine qua non*, que esta tuviese aprobadas unas elementales normas de corporate governance.

En 1999, con la aprobación y publicación de los «principios de gobierno corporativo» por parte de la OCDE²³², se produjo el espaldarazo definitivo al estudio, aplicación e implantación de los denominados «códigos de buen gobierno» que tanta expansión (no nos atrevemos a decir que también éxito, visto lo visto) tuvieron por todo el planeta. Fueron diversos los estudios de consultoras (en este caso, Mckinsey²³³) y analistas que aseguraban que los inversores institucionales estaban dispuestos a pagar sobreprecios de hasta un 30 por ciento por las acciones de sociedades que cumpliesen estrictamente con las exigencias de los principios de «*corporate governance*» de la OCDE.

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

232 OECD, <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. Estos principios fueron actualizados en el año 2004.

233 Mckinsey and Company http://www.mckinseyquarterly.com/Governance/Boards/Three_surveys_on_corporate_governance_965.

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

CAPÍTULO 8

De 2000 a 2014

Los inversores institucionales y las respuestas legales a las distintas crisis

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

Para el inicio de la siguiente década (año 2000), los inversores institucionales (especialmente los *pension funds*) habían desarrollado una importante agenda de activismo institucional y comandados por el fondo Calpers²³⁴, habían conseguido que se despidiese –debido a sus pobres resultados– a los principales ejecutivos y consejeros de grandes sociedades cotizadas como Westinghouse, American Express, IBM, Kodak y General Motors²³⁵. Así mismo, influyeron de forma importante en el cambio del sistema de retribución de la alta dirección, modificando el «*pay for size*» por el «*pay for performance*»²³⁶. Este cambio hizo que se

234 California Public Employees' Retirement System: paradigma de fondo activista.

235 John Pound, «The rise of the political model of corporate governance», *New York University Law Review* 68 (1993): 1006-59.

236 Frank Dobbin y Dirk Zorn, «Corporate malfesance and the myth of shareholders value», *Political power & social theory* 17 (2005): 189. En Brian

dispararan las *stock options* como modelo de compensación preferido por el management en un mercado eminentemente alcista (*bull market*), como lo fue el de esa década. No es necesario recordar las lamentables consecuencias que el abuso de estas fórmulas ha ocasionado años después. Los inversores institucionales continuaban presionando, e inclinando poco a poco la balanza de su lado. El management y los consejos de las sociedades, que tan escasa atención habían prestado a los pequeños accionistas; ahora, y ante los nuevos y formidables «vicarios» de los pequeños inversores, empezaban a doblegar la testuz. Sus puestos de trabajo y succulentas remuneraciones estaban en juego.

8.2. ENRON Y LA SOX

En 2001 se nombró a Harvey Pitt como nuevo presidente de la SEC, tras la llegada de George W. Bush a la Casa Blanca. Su estreno en el cargo no pudo ser más accidentado. En efecto, el día 8 de noviembre de 2001 en el modelo 8-K, la empresa Enron²³⁷, en un inesperado comunicado²³⁸, informa al mercado de un «*restatement*» o revisión de sus resultados contables desde el año 1997. Fue, sin duda, el mayor escándalo de la historia bursátil de los Estados Unidos, al menos

R. Cheffinf, «The history of corporate governance», *ECCI Working Papers* n° 184 (2012). <http://ssrn.com/abstract-197504>.

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

238 SEC, <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1024401/000095012901503835/h91831e8-k.txt>.

desde la aprobación de la Securities Exchange Act en 1934. Para Seligman, por un lado, la pérdida de eficacia de la SEC —debido principalmente a los recortes presupuestarios y al aumento de denuncias por prácticas prohibidas en el mercado— y por otro, el rechazo de la Administración republicana a intervenir en el mercado, causaron un deterioro institucional cuyo máximo exponente fue Enron²³⁹.

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

No cabe ninguna duda de que tras este colapso, y debido a la participación activa del gigante de la auditoría, Arthur Andersen, en la quiebra de Enron (al menos, como cooperador necesario), existía un caldo de cultivo propicio a realizar una nueva aproximación a la regulación de los auditores. En enero de 2002, existían tres propuestas de peso en relación con la supervisión de los auditores, la tercera de las cuales —la popularmente conocida como la Sarbanes-Oxley Act²⁴⁰— fue aprobada el día 30 de julio. Esta ley crea un Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) que es el organismo que, dependiendo de la SEC, tiene como misión el control de las compa-

239 Seligman, *The transformation*, 728.

240 University of Cincinnati, <http://www.law.uc.edu/CCL/SOact/soact.pdf>.

ñías de auditoría que emiten más de cien informes anualmente.

La Sox indudablemente representa un cambio fundamental en la forma de abordar la publicación de información en los Estados Unidos, ya que se desplazan las permisivas normas tradicionales, por normas imperativas. Así mismo, el Gobierno federal está jugando un papel mucho más decisivo, desde que la SEC ha extendido sus competencias a áreas que hasta entonces habían sido exclusivamente reguladas por los Estados²⁴¹. Y finalmente, los grupos profesionales «autorregulados»²⁴² (contables, auditores y analistas), fueron situados al frente de la discusión sobre gobierno corporativo²⁴³. Para la ALI, esta ley tiene cinco objetivos básicos: a) reforzar la independencia de las firmas auditoras; b) mejorar la calidad y transparencia de los estados financieros e información societaria; c) mejorar el gobierno corporativo; d) mejorar la objetividad de las investigaciones; e) reforzar la aplicación de las Leyes federales, incluyendo la exigencia de responsabilidades penales.

Lo cierto es que si bien la Sox²⁴⁴ no realiza una atribución directa de nuevos derechos a los accionistas, ni

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

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

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

244 Roberta Romano, «The Sabarnes-Oxley Act and the making of quack corporate governance» (september 25, 2004). NYU, Law and Econ Research Paper 04-032; Yale Law & Econ Research Paper 297; Yale ICF Working Paper 04-37; ECGI - Finance Working Paper 52/2004. SSRN, <http://ssrn.com/abstract=596101> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.596101>. La reconocida profesora realiza una crítica devastadora de la

en términos de derechos de voto, ni en el de elección de consejeros²⁴⁵, indirectamente –tal y como nos dice Talbot²⁴⁶– son todo disposiciones que sólo les benefician. Así mismo, tal y como tendremos ocasión de ver, esta ley apoya decididamente la propuesta de conformar un consejo de administración con más poder y por lo tanto, más independiente del management.

8.3. LA CRISIS Y LA DODD-FRANK

La brutal crisis financiera que sufrió el país desde el año 2007, hizo que se aprobara con carácter de urgencia la denominada Dodd-Frank Act²⁴⁷. Que en palabras de la SEC, ha supuesto un:

framework that will support an entirely new regulatory regime designed to bring greater transparency and access to the securities-based swaps market, adopted rules that will result in increased oversight and transparency around hedge fund and other private fund advisers, gave investors a say-on-pay regarding executive compensation and established a whistleblower

ley, por considerarla innecesaria, deficiente técnicamente y cara de implantar para las sociedades; Véase Robert Charles Clark, «Corporate governance changes in the wake of the Sarbanes-Oxley Act: a morality tale for policy-makers too». http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=808244. Este autor critica la falta de estudios empíricos –de nuevo en la más pura tradición metodológica legal norteamericana– que sustenten las normas promulgadas.

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

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

247 SEC, <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

*program which offers incentives for individuals with information regarding securities law violations to come forward. The SEC also has proposed a series of rules designed to improve the practices of credit rating agencies, including rules to limit the conflicts that may arise when NRSROs rely on client payments to drive profits and rules to monitor rating agency employees who move to new positions with rated entities*²⁴⁸.

Realmente, esta ley solo afecta al objeto de nuestro trabajo en las siguientes secciones: 1) la sección 951, que es la denominada «*say-on-pay mandate*», que regula la votación periódica (y no vinculante) de los accionistas sobre la retribución del consejo y altos directivos; 2) la sección 952, que regula la composición y obligaciones del comité de retribuciones; 3) la sección 953, que permite a la SEC solicitar información adicional, relacionada con la política de retribución; 4) la sección 954, que hace referencia a la devolución de retribuciones a la compañía; 5) la sección 971, que afirma que la SEC tiene autoridad para promulgar una rule que regule la forma en la que cualquier accionista puede utilizar el sistema de delegación de voto para nominar candidatos a un puesto en el consejo y 6) la sección 972, que exige a las compañías informar si la misma persona que es presidente del consejo es, además, máximo ejecutivo de la compañía, y el por qué es de esta forma²⁴⁹.

Como bien sabemos, esta ley es extensísima (848 páginas), y en ella se contienen más de cuatrocientos mandatos a las agencias federales, para que regulen determinados aspectos, cien de los cuales se dirigen

248 SEC, <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml>.

249 Stephen Bainbridge realiza un furibundo ataque a la ley: «Dodd-Frank is to corporate governance as quackery is to medical practice». «Dodd-Frank: quack federal corporate governance round II», *Minnesota Law Review* 95 (2011): 1779-83.

a la SEC, que tal y como dice el comisionado Gallagher²⁵⁰, tiene unos medios escasos.

También ha sido promulgada la denominada Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act, el 3 de enero de 2012, de solo veintidós páginas, en la que tangencialmente, se abordan asuntos relacionados con el gobierno corporativo, al reducirse la información que deben depositar en la SEC aquellas empresas de nueva creación y de dimensiones reducidas. La Administración Obama ha tratado de facilitar la creación y puesta en marcha de pequeñas sociedades, aminorando los costos y cargas impuestas por la SEC y otros organismos a las grandes empresas. Se flexibiliza tanto la información²⁵¹ que tienen que poner a disposición de público, como los estándares de auditoría²⁵². No obstante, esto ha sido criticado incluso por parte de uno de los cinco miembros del gobierno de la Comisión, para quién esta relajación en las normas relativas a la información que las empresas deben dar al público en general, castigará en última instancia a los inversores²⁵³.

8.4. LA CONSOLIDACIÓN DE LA SHWM. EL ACCIONISTA COMO CENTRO DEL UNIVERSO SOCIETARIO

El término Shareholder Value (equivalente, a Shareholder Wealth Maximization) fue utilizado por pri-

250 SEC, <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171492342#.Uh3zbG1pCY>. Conferencia dada el 22 de febrero de 2013, en la sede de la SEC, en Washington D.C.

251 Sección 102. SEC, <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfjjobsactfaq-title-i-general.htm>.

252 Secciones 103 y 104. SEC, <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfjjobsactfaq-title-i-general.htm>.

253 SEC, <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515808#.Uh3vEW1pCY>. Conferencia impartida por el comisionado Aguilar el día 19 de abril de 2013, en la Georgia State University, bajo el título «Institutional investors: power and responsibility».

mera vez por consultores estadounidenses en 1980²⁵⁴. Durante los últimos treinta años ha sido el modelo legal que, aún con detractores, más influencia ha tenido en la doctrina societaria anglosajona en general (no solo norteamericana, británica y canadiense, sino también la australiana –cada vez más influyente– y la neozelandesa). Este modelo postula que la gestión de la sociedad que realizan sus administradores, está definida y limitada por la obligación que tienen para con los accionistas de la sociedad. Cualquier otra responsabilidad es secundaria. En esta propuesta, los intereses de los stakeholders distintos de los accionistas, son relevantes en la medida en que sirven para conseguir el objetivo de maximizar el valor de la acción, y por lo tanto, la riqueza de los accionistas.

La doctrina sitúa el pistoletazo de salida del arrollador éxito de este modelo (en su concepción moderna, ya que recordamos que su origen jurisprudencial es la sentencia de «Dodge contra Ford» en 1919²⁵⁵) en la publicación por Milton Friedman, en el *New York Times Sunday Magazine* (1970), de un artículo en el que el Premio Nobel aseguraba que, dado que los accionistas son los «propietarios de la sociedad»²⁵⁶, la obligación de la dirección de la empresa tiene que ser incrementar el valor de su inversión²⁵⁷. Esta premisa, aclamada

254 Véase Karel Williams, «From shareholder value to present-day capitalism», *Economy and Society* 29 (2000) 1: 1-12.

255 Andrew Keay, *The corporate objective* (Northampton, Massachusetts: Edward Elgar, 2011), 41.

256 Milton Friedman, «The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits», *New York Times Sunday Magazine* (13 septiembre 1970). <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>.

257 Aunque el debate doctrinal sobre el fondo del asunto había sido ya demoledoramente ganado por las teorías económicas de la sociedad, no deja de sorprender al investigador europeo que el origen de este movimiento se localice en la publicación de un artículo, en el «dominical» de un periódico generalista.

con inusitada vehemencia, fue reforzada por la publicación del quizás todavía más influyente *paper* titulado «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure»²⁵⁸ en octubre de 1976. Este posicionamiento a favor del incremento del valor del accionista como fin único de la sociedad, y por lo tanto, término y frontera con respecto a las facultades de gestión de los directivos y administradores, ha sido uno de los pilares esenciales de la denominada Escuela del análisis económico del derecho²⁵⁹.

En la segunda mitad del siglo xx, la mayoría de la doctrina (totalmente abducida por el Contractualismo), reguladores y líderes empresariales, aceptaban sin cuestionárselo, que el incremento del valor para el accionista era el único objetivo del órgano de administración de las sociedades²⁶⁰. Solo hubo que esperar a la década de los setenta, para que esa primacía, parcialmente atenuada por el indudable poder del management, resultara definitivamente vencedora tras el ocaso del «*managerial-centric model*» en aquellos años. Es necesario señalar que la respuesta de los legisladores fue bastante tibia en este sentido, probablemente por innecesaria; en efecto, la victoria era ya total.

258 Jensen y Meckling, «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 305.

259 Teoría que, de forma un tanto pretenciosa, ha sido definida como «the most successful intellectual movement in the law in the last thirty years». Stephen S. Teles, *The rise of the conservative legal movement: The battle for control of the law* (Princeton: Princeton University Press, 2008), 216.

260 Lynn A. Stout, *The shareholder value myth* (San Francisco: Berrett-Koehler, 2012), 21; Judd F. Sneirson, «Doing well by doing good: leveraging due care for better more socially responsible corporate decision making», *The Corporate Governance Law Review* 3 (2007): 481. «Prior attempts to attain this goal have met resounding defeat, however, both in the literature, in that they unacceptably lessen accountability and exacerbate agency costs, and also in practice as businesses, courts, and legislatures have resisted calls to impose additional obligations on managers and thereby upset a settled and highly successful body of law».

El momento álgido de esta concepción doctrinal fue la publicación en el año 2001, en el *Georgetown Law Journal* del ensayo titulado «The end of history for corporate law» de los profesores Kraakman y Hansmann²⁶¹ quienes afirmaban:

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

De hecho, la SEC durante los últimos treinta años, no ha hecho más que «re-hacer» el camino que «deshizo» desde los años cuarenta a los setenta. Para ello ha aprobado una serie de medidas encaminadas a poner en valor este modelo, así como a fomentar –como lógica consecuencia de lo anterior– la participación de los accionistas en el gobierno corporativo de las sociedades. La SOX es el paradigma de esta legislación²⁶².

Es claro que esta propuesta tiene una serie de ventajas importantes, en relación con el Stakeholder Model. Es, en primer lugar y sobre todo, una teoría precisa en su objetivo. Es decir, es posible evaluar si los directivos están o no, maximizando el valor de los accionistas, o si por el contrario tienen en consideración otros intereses. Es además, relativamente simple,

261 Henry Kraakman y Reinier Hansmann, «The end of history of corporate law»: 2-3. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.204528>.

262 Sarbanes Oxley Act. Aprobada el 30 de julio de 2002. <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>.

en el sentido de que los gestores sólo tienen que conseguir la satisfacción de un único grupo de stakeholders: los accionistas. En último lugar, se dice que es pragmática, ya que suministra un criterio claro para determinar si se alcanza el éxito en la gestión del negocio, así como una guía precisa y visible para que el management sepa cuál es la dirección que hay que tomar para lograr ese éxito.

Los defensores de la shareholder value hacen especial hincapié en la consideración de que este modelo, es también bueno para el conjunto de la sociedad, ya que incrementa su bienestar en términos generales. Como dice Andrew Keay²⁶³, la idea es que el sacrificio del resto de stakeholders en este paradigma pro-shareholder, será compensado con un incremento de la riqueza de los accionistas que, al final redundará en toda la sociedad²⁶⁴. No obstante, esta conclusión no es pacífica. Tal y como razona Kent Greenfield²⁶⁵, sin un mecanismo que obligue a los accionistas a compartir sus ganancias con otros stakeholders, es seguro que estos últimos recibirán muy poco o nada.

Además, ha recibido las diferentes críticas²⁶⁶, entre las que destacamos las siguientes. La primera, es

263 Andrew Keay, *The corporate objective*, 29.

264 Ian B. Lee, «Efficiency and ethics in the debate about shareholder primacy», *Delaware Journal of Corporate Law* 31 (2006): 533.

265 Kent Greenfield, «Saving the world with corporate law», *Emory Law Journal* 57 (2008): 947; Claudio F. Loderer et al, «Shareholder value: principles, declarations and actions» (2009): 22. *European Corporate Institute. Working Paper No 95/2006*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.690044>.

266 Véase Lynn A. Stout, «Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy», *Southern California Law Review* 75 (2002): 1189, en la que realiza una crítica a los argumentos que tradicionalmente han servido de soporte a los defensores de la Shareholder Primacy. En concreto, critica la afirmación –hasta entonces indiscutida– de que los accionistas son los «propietarios» de la sociedad. Para ella, son simples «owners...of a type of corporate security commonly called stock». Esta argumentación es bastante recurrente en la doctrina legal de aquel país, en especial bajo el

la indeterminación del tiempo en el que deberá de alcanzarse la máxima valoración de la inversión de los accionistas. No es lo mismo el corto, que el largo plazo²⁶⁷. Es muy posible, además, que no todos los accionistas²⁶⁸ tengan los mismos intereses económicos, con lo que será difícil adoptar medidas en interés de todos ellos²⁶⁹. Existe, además, la percepción generalizada de que este modelo exige al management de la compañía que la gestione pensando en el corto plazo²⁷⁰. Esto, obviamente, daña el desarrollo de la sociedad y sacrifica el valor de la misma a largo plazo. Otra censura señala que este modelo tiene un acercamiento a la realidad estrecho y simple. Dada la complejidad de la actual sociedad, no es razonable que los directores

actual dominio de la Escuela del análisis económico del derecho, que al conceptualizar la sociedad como un simple «nexo de contratos» no puede ser propiedad de nadie. Pero incluso desde el comunitarismo o progressive movement, también se apoya esta idea: en este caso para dar mayor peso en la gestión de la sociedad a los trabajadores (al no ser los accionistas verdaderos dueños, otros constituciones debieran incorporarse a la gestión de la sociedad); Lynn L. Dallas, «Working toward a new paradigm» en Mitchell, *Progressive Corporate Law*, 38. Cfr. Julian Velasco, «Shareholder ownership and primacy», *University of Illinois Law Review* 3 (2010): 897, y «The fundamental rights of shareholders», *Davis University of California* 40 (2006): 407, quien en ambos artículos (sobre todo, el primero) y de forma eficaz, a nuestro entender, clarifica y desenmaraña esta cuestión hasta volver a situarla en sus racionales términos: por supuesto que los accionistas son los propietarios de la sociedad.

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

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

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

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

se centren exclusivamente en un único objetivo²⁷¹. En último lugar, la crítica señala que este «*model*» no nace de ninguna razón ética o moral, sino solamente de la necesidad de ser eficiente. No hay ninguna consideración a valores como la justicia, la equidad, o la igualdad. Por lo tanto, muchos investigadores ven esta teoría como desafecta a la dimensión humana que es fundamental en todas las facetas de la vida, incluidos los negocios²⁷².

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

A través del devenir histórico que hemos expuesto, hemos visto como han cambiado las circunstancias socioeconómicas en los Estados Unidos y con ellas, las leyes, la tipología de los accionistas y la forma de interpretar las relaciones de poder en la sociedad mercantil capitalista cotizada. Pero lo que nunca ha cam-

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

272 Keay, *The corporate objective*, 97.

biado, ha sido la defensa de la idea de que la sociedad debe ser gestionada en primer lugar en beneficio de sus accionistas.

Son cada vez más los estudios que analizando la historia económico-financiera de los últimos años, empiezan a desvelar el rol jugado por este modelo en la más reciente crisis financiera²⁷³. Tal vez haya llegado el momento de permitir la entrada de otros constituciones en el órgano de administración de la sociedad, así como de primar la lealtad de los accionistas a largo plazo.

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

Bibliografía

AUTORES

- Amihub, Yacob y Baruch Lev. «Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers». *Bell Journal of Economics* 12 (1981): 605-617.
- Auerbach, Alan y David Reishus. «The impact of taxation on mergers and acquisitions». En Alan Auerbach, *Mergers and acquisitions*. Chicago: University of Chicago Press, 1988.
- Bainbridge, Stephen M. *The new corporate governance in theory and practice*. New York: Oxford University Press, 2008.
- «Dodd-Frank: quack federal corporate governance round II». *Minnesota Law Review* 95 (2011): 1779-1821.
- Baldwin, Robert, Martin Cave y Martin Lodge. *Understanding regulation. Theory, strategy, and practice*. 2ª ed. New York: Oxford University Press, 2012.
- Berle Adolf A. y Gardiner C. Means. *The modern corporation and private property*, ed. 2009. New Brunswick, New Jersey: Transaction, 1932.
- *Power without property*. New York: Hardcourt Brace, 1959.
- *Studies in the law of corporate finance*, ed. 1985. Buffalo, New York: Williams S. Hein, 1928.

- Brandeis, Louis D. *Other people's money and how the bankers use it*, ed. 1995. New York: Bedford Books of St. Martin's Press, 1912.
- Bratton, William W. «Berle and Means reconsidered at the century turn». *The Journal of Corporation Law* (spring 2001): 737-770.
- «Berle and Means reconsidered at the century's turn». *The Journal of Corporation Law* (spring, 2001): 737-770.
- Carve, Thomas Nixon. *The present economic revolution in the United States*. Boston: Little, Brown and Company, 1925.
- Cary, William. «Federalism and corporate law: reflexions upon Delaware». *Yale Law Journal* 83 (1974): 663-707.
- Chandler, Alfred D. Jr. «Accounting and statistical innovation». Cap. «The railroads: the first modern enterprises, 1850-1860». En *The visible hand. The managerial revolution in american business*. Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press, 1977.
- Bruce Champ. «The national banking system: a brief history». *Federal Reserve Bank of Cleveland*. <http://www.clevelandfed.org/research/workpaper/2007/wp0723.pdf>.
- Clark, Robert Charles. «Corporate governance changes in the wake of the Sarbanes-Oxley Act: a morality tale for policymakers too». http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=808244.
- Coffee, John C. *Gatekeepers. The professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2006.
- Dallas, Lynn L. «Working toward a new paradigm». En Mitchell, *Progressive Corporate Law*. Boulder, Colorado: Westview Press, 1995.
- Davis, Gerald F. «The twilight of the Berle and Means Corporation». *Seattle University Law Review* 34 (2011): 1121-1138.

- Dent, George W. «The essential unity of shareholder and the myth of investors short-termism». *Delaware Journal of Corporate Law* 32 (2010): 97-152.
- Dobbin, Frank y Dirk Zorn. «Corporate malfesance and the myth of shareholders value». *Political power & social theory* 17 (2005): 179-198.
- Dodd, David L. *Stock watering: the judicial valuation of property for stock-issue purposes*. New York: Columbia University Press, 1930.
- Dulanvy, Colleen A. «Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights». *Washington & Lee Law Review* 63 (2006): 1347-1388.
- Eisenberg, Melvin A. *The structure of the corporation. A legal analysis*. Washington: Beard Books, 1976.
- Fairfax, Lisa M. «The future of shareholder democracy». *Indiana Law Journal* 84 (2009): 1259-1308.
- Ferling, John. *Jefferson and Hamilton. The rivalry that forged a nation*. New York: Bloomsbury Press, 2013.
- Filene, Peter G. «An obituary to the progressive movement». *American Quarterly* 22 (1970): 20-34.
- Freeland, Fred. «History of holding company legislation in New York State: some doubts to the “New Jersey first” tradition». *Fordham Law Review* 24, 3 (1955): 369-411.
- Friedman, Milton. «The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits». *New York Times Sunday Magazine* (13 septiembre 1970). <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>
- Galbraith, James Kenneth. *The great Crash. 1929*. Boston: Mariner Books, 2009.
- Gelter, Martin. «The pension system and the rise of shareholder primacy». Fordham University School of Law, working paper (june 2012). <http://ssrn.com/abstract=2079607>.

- Gevurtz, Franklin A. *Corporation law*. 2ª ed. Minnesota: West, 2010.
- Gilson, Roland J., Myron S. Scholes y Mark A. Wolfson. «Taxation and the dynamics of corporate control: the uncertain case for tax motivated acquisitions». En John Coffee, Louis Lowenstein y Susan Rose-Ackerman. *Knights, riders, and targets: the impact of hostile takeovers*. New York: Oxford University Press, 1988.
- Girasa, Roy. *Corporate governance & finance law*. New York: Pelgrave-MacMillan, 2013.
- Goldschimb, Harvey J. «The greening of the board room: reflections on corporate responsibility», *Columbia Journal of Law & Social Problems* 10 (1973): 17-28. Citado en Dalia Tsuk, «Status bound: the twentieth century evolution of directors liability». *New York University Journal of Law and Business* (2009): 63-151.
- Gordon, Jeffrey N. «The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices». *Stanford Law Review* 89 (2007): 1435-1568.
- Greenfield, Kent. «Saving the world with corporate law». *Emory Law Journal* 57 (2008): 947-984.
- Hansman, Henry B. y Reinier Kraakman. «The end of history of corporate law». *Georgia Law Journal* 89 (2001): 439-468.
- Hirschman, Albert O. *Voice and loyalty: responses to decline in firma, organizations and states*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1970. En Chiu, Iris H-Y. *The foundations and anatomy of shareholder activism*. Portland, Oregon: Hart Publishing, 2010.
- Horsey, Henry R. «The duty of care component of the Delaware business judgment rule». *Delaware Journal of Corporate Law* 19 (1994): 971-978.
- Hu, Henry T.C. «Risk, time and fiduciary principles in corporate investment». *University of California at Los Angeles Law Review* 38 (1990): 277-310.

- Jackson, Gregory. «Understanding corporate governance in the United States. An historical and theoretical reassessment». Fundación Hans Boeckler, http://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_223.pdf.
- Jensen, Michael C. «Takeovers: their causes and consequences». *Journal of economic Perspectives* 21 (1988): 21-48.
- Jensen, Michel C. y William H. Meckling. «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 305-360.
- Judd, F. Sneirson. «Doing well by doing good: leveraging due care for better more socially responsible corporate decision making». *The Corporate Governance Law Review* 3 (2007): 407-466.
- Keay, Andrew. *The corporate objective*. Northampton. Massachusetts: Edward Elgar, 2011.
- «Shareholder primacy in corporate law: can it survive?». *European Company and Financial Law Review* 7 (2010): 369-413.
- Lamoreux, Naomi R. *The great merger movement in American business*. New York: Cambridge University Press, 1985.
- Lazonick, William y Mary O'Sullivan. «Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance». *Economy & Society* 29, Issue 1 (2000): 13-35.
- Lee, Ian B. «Efficiency and ethics in the debate about shareholder primacy». *Delaware Journal of Corporate Law* 31 (2006): 533-588.
- Leslie, Melanie B. «Trusting trustees: fiduciary duties and the limits of default rules». *Georgetown Law Journal* 67 (2005): 67-119.
- Lippman, Walter. *Drift and mastery*. Wisconsin: University of Wisconsin Press, 1989.
- Loderer, Claudio F, Lukas Roth, Urs Waelchli, y Petra Joerg. «Shareholder value: principles, declarations and actions» (2009). *European Corporate Institute*. Working

- Paper No 95/2006. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.690044>.
- Velasco, Julián. «Shareholder ownership and primacy». *University of Illinois Law Review* 3 (2010): 897-957.
- «The fundamental rights of shareholders». *Davis University of California* 40 (2006): 407-466.
- Macey, Jonathan R. *Corporate governance*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2008.
- «The transformation of the american law institute». *George Washington Law Review* 61 (1993): 1211-1232
- Manne, Henry. «Some theoretical aspects of share voting. An essay in honor of A.A. Berle». *Columbia Law Review* 64 (1964): 1427-1445.
- Marens, Richard. «Inventing corporate governance: the mid-century emergence of shareholder activism». *Journal of Business and Management* 8 (2002) 4: 365-390.
- Margolis, Ellie. «Beyond Brandeis: exploring the uses of non-legal material in appellate briefs». *University of San Francisco Law Review* (winter 2000): 299-340.
- Marin, Michael. «Disembedding corporate governance: the crisis of shareholder primacy in the UK and Canada». *Queen's Law Journal* 39 (2013): 223-271.
- Masoures, Pavlos. *Corporate law and economic stagnation: How Shareholder Value and Short-Termism Contribute to the Decline of the Western Economies*. The Hage: Eleven International, 2013.
- McChesney, Fred S. «Intellectual attitudes and regulatory change: an empirical investigation of legal scholarships in the depression». *Journal of Legal Education* 38 (1988): 211-241.
- McCraw, Thomas K. *Prophets of regulation*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1984.
- Meachan, Jon. *Thomas Jefferson: the art of power*. New York: Random House, 2013.

- Millon, David. «Why is corporate management obsessed with quarterly earnings and what should be done about it?». *George Washington Law Review* 70 (2002): 890-923.
- Mitchell, Lawrence E. «The legitimate rights of public shareholders» (2009). <http://ssrn.com/abstract=1352025>.
- *The speculation economy. How finance triumphed over industry*. San Francisco: Berrett-Koehler, 2007.
 - *Progressive corporate law*. Boulder, Colorado: Westview Press, 1995.
- Mitchell, Lawrence E. y Dalia Tsuk. «The financial determinants of American corporate governance: a brief history». En Kent H. Baker y Ronald Anderson, coord. *Corporate governance. A synthesis of theory, research, and practice*. Hoboken. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.
- Morag-Levine, Nora. «Facts, formalism and the Brandeis brief: the origins of a myth». *University of Illinois Law Review* (2013):59-103.
- Morck, Randall K. *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*. Chicago: University of Chicago Press, 2005.
- Mowry, Don E. «The abuse of the corporate charter». *Albany Law Journal* 69 (1907): 188-230. En Mitchell Lawrence, E. *The speculation economy. How finance triumphed over industry*. San Francisco: Berrett-Koehler, 2007.
- Murphy, Michael E. «The nominating process of corporate boards of directors: a decision making analysis». *Berkeley Business Law Journal* 5 (2008)2: 130-193.
- Nader, Ralph, Mark Green y Joel Seligman. *Taming the giant corporation*. New York: W.W. Norton & Company, 1976.
- Naplan, Steven N. «Managements buyouts: evidence on taxes as a source of value». *Journal of Finance* 44 (1989): 152-180.

- Ott, Julia C. «The free and open people's market: political ideology and retail brokerage at the New York Stock Exchange, 1913-1933». *The Journal of American History* 96 (2009): 44-71.
- Palmiter, Alan R. *Securities regulation*, 5^a ed. New York: Aspen Publisher, 2011.
- Peach, William N. *The securities affiliate of national banks*. New York: Arno Press, 1975.
- Porter, Glenn. *The rise of the big business*, 3^a ed. Illinois: Wheeling, Wiley-Blackwell, 1973.
- Pound, John. «The rise of the political model of corporate governance». *New York University Law Review* 68 (1993): 1003- 1071.
- Ripley, William Zebina. *Main street and Wall Street*. Boston: Little, Brown and Company, 1927.
- Roll, Richard. «The hubris hypothesis of corporate takeovers». *Journal of Business* 59 (1986): 197-216.
- Romanek, Broc. «The pioneers of corporate governance». *The Corporate Governance Advisor* 19 (2011):1-5.
- Romano, Roberta. «A guide to takeovers: theory, evidence, and regulation». *Yale Journal on Regulation* 9 (1992): 118-180.
- «The Sabarnes-Oxley Act and the making of quack corporate governance» (september 25, 2004). NYU, Law and Econ Research Paper 04-032; Yale Law & Econ Research Paper 297; Yale ICF Working Paper 04-37; ECGI - Finance Working Paper 52/2004. SSRN, <http://ssrn.com/abstract=596101> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.596101> .
- Rotgers Daniel T. «In search of progressive movement». *Reviews in American History*. Winter (2000): 113-132.
- Schazenbach, Max M. y Robert H. Stkoff. «Did reform of prudent trust investment laws change trust portfolio allocation?». *Journal of Law & Economics* 50 (2007): 681-711.

- Schipper, Katherine y Abbie Smith. «Effects of management buyouts on corporate interest and depreciation tax reductions». *Journal of Law and Economics* 34 (1991): 295-341.
- Schwartz, Donald. «Shareholder democracy: a reality or a chimera?». *California Management Review* 25 (1983): 53-67.
- Sears, John H. *The new place of the stockholder*. New York: Harper, 1929.
- Seligman, Joel. *The transformation of Wall Street*, 3ª ed. New York: Aspen Publishers, 2003.
- Smith, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Londres: Penguin, 1999. Lib. V, cap. 1. En Janet Dine y Marios Koutsias. *The nature of corporate governance. The significance of national cultural identity*. Northampton, Massachusets: Edward Elgar, 2013.
- Sommer, Alphonse A. «The impact of the SEC on the corporate governance». *Law and Contemporary Problems* 41 (1977) 115-145.
- Stephen S. Teles. *The rise of the conservative legal movement: The battle for control of the law*. Princetown: Princetown University Press, 2008.
- Stoke, Harold W. «Economic influences upon the corporation's laws of New Jersey». *Journal of Political Economy* 38 (1930): 551-579.
- Stout, Lynn A. «Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy». *Southern California Law Review* 75 (2002): 1189-1212.
- *The shareholder value myth*. San Francisco: Berrett-Koehler, 2012.
- Talbot, Lorraine. «Polanyi's embeddedness and shareholder stewardship: a contextual analysis of current anglo-american perspectives on corporate governance». (november 18, 2012). NILQ 62(4), 451-68; Symposium paper, Oxford, april 2010; Warwick School of Law Research Paper No. 2012/20. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2177645> : 458- 490.

- Tsuk, Dalia. «Shareholders as proxies: the contours of shareholder democracy». *Washington & Lee Law Review* 23 (2006): 1502-1578.
- «Status bound: the twentieth century evolution of directors liability», *New York University Journal of Law and Business* (2009): 63-151.
- Uforsky, Melvin I. «Proposed federal incorporation in the progressive era». *American Journal of Legal History* 26 (1982): 160-183.
- Veblen, Thorstein. *Absentee ownership. Business enterprise in recent times: the case of America*, ed. 2009. New Brunswick. New Jersey: Transaction Publishers, 1923.
- *Theory of business enterprise*, ed. 2005. New York: Cosimo, 1904.
- Verstein, Andrew. «Trustee or delegate? Understanding representation to illuminate shareholder governance and regulatory change». *European Company and Financial Law Review* 1 (2012): 74-100.
- Warburton, Alfred J. «Trust versus corporations an empirical analysis of competing organizational forms». *The Journal of Corporation Law* 36 (2010): 101-138.
- Wells, Harweel. «The birth of corporate governance». *Seattle University Law Review* 33 (2010) 4: 1247-1292.
- Wesser, Robert F. *Charles Evans Hughes. Politics and reforms in New York, 1905-1910* Ithaca: Fall Creek Books, 2009.
- Williams, Karel. «From shareholder value to present-day capitalism». *Economy and Society* 29, (2000) 1: 1-12.
- Williamson, Oliver E. «Corporate board of directors: in principle and in practice». *Journal of Law Economics & Organizations* 24, issue 2 (2009): 247-272.
- Wood, David. «Whom should business serve?». *Australian Journal of Corporate Law* 14, Issue 3 (2002): 266-285.
- Wormser, Maurice. *Frankenstein incorporated*. New York: McGraw-Hill, 1931.

FUENTES CORPORATIVAS E INSTITUCIONALES

«Governor Hughes` Committee on speculation in securities and commodities». <https://archive.org/stream/reportofgovernor00newyuoft#page/n3/mode/2up>

ALI. http://www.ali.org/index.cfm?fuseaction=publications.ppage&node_id=88.

European Corporate Governance Institute (ECGI). <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

Fiscal Year 2013 Agency Financial Report, 2.

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

<http://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.39015065136049#view=1up;seq=52>.

<http://info.publicintelligence.net/PujoCommitteeReport.pdf>.

http://www.archive.org/stream/protectionshare00secugog/protectionshare00secugog_djvu.txt. <https://www.govtrack.us/congress/bills/111/s1074/text>.

http://www.ici.org/pdf/2015_factbook.pdf

<http://www.senate.gov/artandhistory/history/common/investigations/Pecora.htm#Outcome>.

<http://www.u-s-history.com/pages/h850.html>.

<https://archive.org/stream/generalcorporati00newj#page/18/mode/2up>.

London Stock Exchange. <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>.

Mckinsey and Company http://www.mckinseyquarterly.com/Governance/Boards/Three_surveys_on_corporate_governance_965.

NBER, «Capitalizing patriotism: the liberty loans of World War I», National Bureau of Economic Research, http://www.nber.org/papers/w11919.pdf?new_window=1.

- New York Times*. 12 octubre 1991, http://www.nytimes.com/1991/12/10/business/worldbusiness/10iht-max_2.html.
- NYSE, http://www.nyse.com/about/history/timeline_events.html.
- OECD, <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>.
- Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance* (2010): 1. <http://www.nyse.com/pdfs/CCGReport.pdf>.
- Sarbanes Oxley Act. Aprobada el 30 de julio de 2002. <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>
- SEC. Act Release N° 9784 de 22 de septiembre de 1972.
- SEC. Annual Report de 1972, 14.
- SEC. http://www.sec.gov/about/annual_report/1972.pdf.
- SEC. <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>,
- SEC. <http://www.sec.gov/about/laws/puhca35.pdf>.
- SEC. <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.
- SEC. <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1024401/000095012901503835/h91831e8-k.txt>.
- SEC. <http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>.
- SEC. <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfjjobsactfaq-title-i-general.htm>.
- SEC. <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfjjobsactfaq-title-i-general.htm>.
- SEC. <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539819965>.
- SEC. <http://www.sec.gov/news/speech/1962/113062conwill.pdf>.
- SEC. <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171492342#.Uh3zbG1pCY>.
- SEC. <http://www.sec.gov/rules/concept.shtml>.
- SEC. <http://www.sec.gov/rules/final/33-8183.htm>.

Bibliografía

- SEC. <http://www.sec.gov/rules/interp.shtml>.
- SEC. <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml>.
- SEC. <http://www.sec.gov/whatwedo.shtml>.
- SEC. <https://www.sec.gov/about/secpar/secafr2013.pdf>.
- SEC. <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515808#.Uh3vEW1pCYY>.
- Stephen Bainbridge, «The scope of the SEC's authority over shareholders voting rights»; SEC <http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>.
- The Internet Archives (organización sin ánimo de lucro) <https://archive.org/details/FullTextTheGlass-steagallActA.k.a.TheBankingActOf1933>
- Time, http://www.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,1877351_1877350_1877330,00.html
- Universidad de Nueva York, http://www.stern.nyu.edu/networks/ShermanClaytonFTC_Acts.pdf.

**MANTÉNGASE INFORMADO
DE LAS NUEVAS PUBLICACIONES**

**Suscríbase gratis
al boletín informativo
www.dykinson.com**

Y benefíciase de nuestras ofertas semanales