



Klaus J. Hopt(*)

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional(**)

Corporate Governance: national and international discussion

Resumen: En el presente artículo, el autor efectúa un profundo análisis sobre el tema del Gobierno Corporativo, esto es del modo en que las sociedades mercantiles deben ser gestionadas. Asimismo, se enfoca en esclarecer, desde su perspectiva, los principales puntos controvertidos que se presentan en el debate internacional sobre el asunto. Para ello expondrá sus argumentos utilizando la diversa normativa internacional, principalmente europea, dirigida a regular el funcionamiento interno de las sociedades.

Palabras clave: Gobierno corporativo - Directorio - Derecho de Sociedades - Deber de diligencia - Deber fiduciario - Autorregulación

Abstract: In this article, the author makes an analysis of the issue of Corporate Governance; this is the way that corporations should be managed. Hopt focuses his attention on clarifying, from his perspective, the most controversial points presented in the international debate about this matter. The author expresses his view using the international normative, especially European, which regulates the internal procedures of corporations.

Keywords: Corporate Governance - Directorate - Company law - Duty of care - Fiduciary duty - Self-regulation

(*) Profesor emérito del Max Planck Institute of Foreign Private and Private International Law. Ha sido juez en la Corte Estatal de Apelaciones de Stuttgart (1981-1985). Miembro del Grupo de alto nivel de expertos en Derecho de Sociedades, Comisión Europea, Bruselas (2001-2002). Vicepresidente de la Fundación Alemana de Investigación (2002-2008). Presidente del Consejo Científico de la Sociedad Max Planck (2003-2006). Miembro del Consejo de Administración de la Deutsche Börse AG. Consejero del Parlamento Alemán, el Tribunal Constitucional Federal alemán, el Banco Central de Alemania, la Comisión Europea y el Banco Mundial. Es autor, editor y co-editor de numerosas publicaciones en el campo del Derecho Corporativo y Comercial, en particular sobre Gobierno Corporativo.

(**) Escrito originalmente en alemán bajo el título de *Corporate Governance –Zur nationalen und internationalen Diskussion-* publicado en: K. J. Hopt/G. Wohlmannstetter (editores). *Handbuch Corporate Governance von Banken*, Múnich: 2011; pp. 1-29.

Asimismo, el presente artículo fue actualizado por el autor en marzo de 2012 para su traducción y publicación en la presente edición. La traducción del presente artículo, con autorización expresa del autor, estuvo a cargo de Javier Dario Bregante Tassara, miembro de la Asociación Civil IUS ET VERITAS.

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

Hoy, el Gobierno Corporativo es objeto de un controvertido debate en derecho y economía. La literatura sobre Gobierno Corporativo es parte ya de diversas disciplinas, siendo casi imposible ignorar su expansión hacia otras⁽¹⁾. El Gobierno Corporativo es de gran importancia en la práctica, en particular, para las sociedades inscritas en la bolsa de valores⁽²⁾, pero también para las bolsas de valores, los bancos y otras instituciones financieras, asociaciones industriales, organismos de regulación y órganos legislativos, no solo en Alemania, sino en todos los países industrializados de Europa y el mundo. Donde quiera, se trata de mejorar el Gobierno Corporativo de las sociedades y bancos locales, sobretudo bajo la presión de *Standortwettbewerb*^(NT1), a través de numerosas reformas legislativas en el ámbito del derecho de sociedades y del mercado de capitales, así como mediante códigos de Gobierno Corporativo e iniciativas privadas de sociedades y bancos.

Las distintas preguntas, enfoques y esfuerzos de reforma del Gobierno Corporativo en el campo de la ciencia y la práctica han sido descritos en una publicación: *Handbuch Corporate Governance* (2003), y en su reciente segunda edición (2009)⁽³⁾, con la particularidad de que tanto los editores como los treinta y cinco autores que participaron en la obra, entre ellos abogados, economistas, asesores legales y asesores de empresas, han tratado los distintos fenómenos del Gobierno Corporativo cada uno desde su punto de vista profesional. Dado que la publicación *Handbuch Corporate Governance von Banken* trata un ámbito especial del Gobierno Corporativo, y

describe de forma complementaria y desde la perspectiva bancaria los aspectos generales del Gobierno Corporativo, tiene sentido, entonces, presentar una introducción al debate nacional e internacional actual del Gobierno Corporativo en la segunda edición de este manual. A continuación abordaremos las principales interrogantes sobre el Gobierno Corporativo de sociedades y trataremos los puntos principales del debate acaecido desde 2009 hasta la primavera de 2011. Finalmente, presentaremos al Gobierno Corporativo en algunos ámbitos singulares, especialmente en la actividad bancaria y la temática presentada en el manual.

1. Fuentes y jerarquía normativa del Gobierno Corporativo

1.1. Fundamentos económicos y jurídicos del Gobierno Corporativo

1.1.1. Gestión y control en una sociedad de capitales

En primer lugar, es preciso indicar que el Gobierno Corporativo es ante todo un problema económico⁽⁴⁾. De acuerdo a la concisa e internacionalmente célebre definición de

(1) Recientemente, HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. En: *The American Journal of Comparative Law*. No. 59. 2011; pp. 1-73. LEYENS, P. C. *Ausgewählte Literatur zur Corporate Governance*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Handbuch Corporate Governance, Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*. 2da. edición. Colonia /Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2009; pp. 931-966.

(2) Cfr. HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Loc. cit.*

(NT1) *Standortwettbewerb* es la competencia entre diferentes estados por fortalecer los factores de producción (*Produktionsfaktoren*) para poder alcanzar un crecimiento económico y el bienestar general. En ese sentido, cada estado se esfuerza por atraer inversiones de empresas extranjeras a través de distintas maneras, como puede ser la regulación de un modelo de gobierno corporativo flexible que permita a una sociedad alcanzar una *performance* eficiente.

(3) Cfr. *Ibidem*; para revisar reseñas sobre la 2da. edición véase, KRAUSE N. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2010; p. 858; y, PELTZER, M. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2010; p. 1417. Sobre la 1ra. Edición, véase, entre otros, BACHMANN, G. En: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* (WM). 2004; p. 2039; HAPP, W. En: *Die Aktiengesellschaft* (AG). 2004; p. 626; y, BASSEN, A. y C. ZÖLLNER. En: *Die Betriebswirtschaft* (DBW). No. 67. 2007; p. 104.

(4) WERDER, Axel v. *Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER, (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 3 y siguientes.



Klaus J. Hopt

Gobierno Corporativo, formulada por la comisión británica *Cadbury* de 1992, se trata de *the system by which companies are directed and controlled*⁽⁵⁾; es decir, se trata de la gestión y la supervisión de la sociedad. Ambos, gestión y supervisión, o mejor dicho, gestión y propiedad, se manejan hoy, en la mayoría de las grandes sociedades, de forma separada. Esto lleva a una tensión (descrita en términos económicos, así como jurídicos, como conflicto principal-agente) entre los accionistas (*Shareholders*) y la administración de la sociedad. El control del órgano de administración en Alemania radica en un modelo dual conformado por el Directorio (*Vorstand*) y el Consejo de Vigilancia (*Aufsichtsrat*), en contraste con el internacionalmente conocido modelo monista, donde el *Board* cumple esta doble tarea, pues abarca las atribuciones principales de administración de la Sociedad y el control de la gestión del Directorio.

Dado que el ordenamiento jurídico dispone que el Consejo de Vigilancia asuma su labor de supervisión en interés de los accionistas, ha existido una gran controversia desde su implementación obligatoria en las sociedades de capitales en la segunda mitad del siglo XIX, y por ello, se ha convertido en permanente objeto de discusión. Esto ha provocado, hasta la fecha, un sinnúmero de reformas legislativas en la Ley de Sociedades Anónimas (*Aktiengesetz*; en adelante, "AktG"). La protección de los accionistas frente a la gestión del directorio es el fundamento principal del Gobierno Corporativo en determinados países, donde predominan las sociedades de accionariado disperso, como en Estados Unidos y Gran Bretaña. En Alemania y otros países de Europa continental, donde sociedades familiares, accionariados concentrados y grupos de sociedades son la realidad, no se trata tanto de la protección frente a la gestión del Directorio, el cual depende de la labor del Consejo de Vigilancia de la sociedad familiar, del accionista mayoritario o de la *Holding* (sociedad dominante del grupo), sino de la protección de la minoría

frente a la mayoría, constituyendo un segundo conflicto principal-agente. Por ello, existe en la AktG una larga historia y una diversidad de mecanismos de protección de minorías. La complejidad de estos problemas legislativos se manifiesta en el hecho de que la AktG, desde su promulgación en 1965 hasta el 2011, ha sido modificada al menos sesenta y ocho veces, y el Ministerio de Justicia alemán (*Bundesjustizministerium*) se encuentra actualmente elaborando una nueva reforma.

1.1.2. Gestión en interés de la Sociedad

De acuerdo a lo regulado en la AktG, el Directorio, bajo su responsabilidad, está a cargo de la dirección de la sociedad⁽⁶⁾. Este tiene el deber de salvaguardar los intereses de la sociedad, sin segregar los intereses de los accionistas, considerando el interés de la sociedad dentro de una perspectiva pluralista que abarca los intereses objetivos de los accionistas (capital), los trabajadores (mano de obra) y del público (bien común)⁽⁷⁾. Un punto controvertido es determinar si los intereses de los accionistas no tienen prioridad en general o en cualquier caso en que se encuentre en juego la supervivencia de la Sociedad⁽⁸⁾. Los economistas discuten con relación a la interrogante de cuáles grupos o individuos tienen que ser protegidos frente al oportunismo de la administración en torno al enfoque *Shareholders* y *Stakeholders* respectivamente⁽⁹⁾. Lo último advierte de un tercer conflicto principal-agente, que está separado de los anteriores que enfrentan a los accionistas con la administración, y la

(5) THE CADBURY COMMITTEE. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Publicado en diciembre de 1992. Londres; artículo 2.5.

(6) Artículo 76 AktG.

(7) Cfr. HÜFFER, Uwe. *Aktiengesetz*. 9na. edición. Múnich: C.H. Beck, 2010; artículo 76 Rn. 12. También WINDBICHLER, C. *Zukunft des Gesellschaftsrecht: Orientierungen für die kapitalmarktorientierte Aktiengesellschaft*. En: *Festschrift für 200 Jahre Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin*. Berlin: De Gruyter, 2010; pp. 1079, 1081 y siguientes.

(8) Revisar BI.

(9) WERDER, Axel v. *Óp. cit.*; pp. 7 y siguientes.

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

minoría con mayoría respectivamente, pues este enfrenta a los accionistas con los trabajadores o cualquier otro grupo que pueda afectar o ser afectado por la consecución de los objetivos de la Sociedad. El ordenamiento jurídico, en Alemania, protege a los trabajadores no solo a través de la consecución de los objetivos de la sociedad, sino también a través de la cuasiparitaria cogestión (*quasi-paritätische Mitbestimmung*) de los trabajadores en el Consejo de Vigilancia.

1.1.3. Gobierno Corporativo y el desempeño de la sociedad
La premisa básica del Gobierno Corporativo es, más allá de la protección de los accionistas y los trabajadores, que el buen Gobierno Corporativo conlleve una mejora en el desempeño de la sociedad, pues significa que la administración ha sido eficiente en su gestión y el mercado aprecia su *performance*. En esta concepción se apoya también el *Deutsche Corporate Governance Kodex* y su exigencia por ley de publicar una declaración de conformidad con las recomendaciones del código⁽¹⁰⁾. La evidencia empírica de esta correlación es, sin embargo, compleja y aún no ha alcanzado resultados claros⁽¹¹⁾. Sin embargo, el legislador y muchas sociedades nacionales e internacionales parten de esta coyuntura, y por ello en la economía se habla de *best practice* como un presupuesto de cierta eficiencia⁽¹²⁾.

1.2. Gobierno Corporativo a nivel europeo e internacional

1.2.1. Gobierno Corporativo en el *Standortwettbewerb* y *Systemwettbewerb*

El Gobierno Corporativo ya no es una cuestión meramente nacional, sino que tiene importancia a nivel europeo e

internacional. A continuación comentaremos solo tres aspectos de manera breve. En primer lugar, hoy en día existe un aumento en el *Standortwettbewerb* y *Systemwettbewerb*^(NT2)⁽¹³⁾. También, de forma controvertida, se menciona a la competencia entre legisladores, en particular, el arbitraje regulatorio. Dado que el buen Gobierno Corporativo es importante tanto para los intereses de los accionistas y de los trabajadores, así como para el bien común, y promueve probablemente una mejora en el desempeño de la sociedad, deben tener las sociedades y el legislador un interés en que éstas puedan competir en los mercados internacionales. Esto explica la gran influencia que alcanzaron los precursores del Gobierno Corporativo, en particular Gran Bretaña, y las prácticas internacionales angloamericanas, *best practices*, en Alemania y en todo el mundo actual. Para la ciencia, el Gobierno Corporativo comparado se ha convertido en un importante ámbito de investigación a nivel internacional⁽¹⁴⁾.

1.2.2. La regulación del Gobierno Corporativo a nivel europeo e internacional

Dada la importancia del Gobierno Corporativo, no es sorprendente que se hayan presentado numerosos esfuerzos regulatorios a nivel europeo e internacional, de tal modo que en

(10) *Infra* 1.3.

(11) WERDER, Axel v. *Óp. cit.*; p. 24. También, PRIGEE, S. *Eine empirische Abschätzung der Aussagekraft von Studien über den Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Unternehmenserfolg*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 1153; BÜHLER, C. B. *Regulierung im Bereich der Corporate Governance*. Zürich: Dike, 2009; p. 207; y, WERDER, Axel v. *Zur Signalstärke der Entsprechenserklärung*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 1471.

(12) *Ídem.*; p. 25.

(NT2) *Systemwettbewerb*, en contraposición al *Standortwettbewerb*, se enfoca en términos macroeconómicos y de economía política, y en ese sentido, su objetivo es brindar a nivel macroeconómico un contexto favorable para la inversión extranjera.

(13) *Ídem.*; pp. 22 y siguientes.

(14) HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*. En: *American Journal of Comparative Law*. No. 59, 2011; cuyo estudio abarca 33 países; traducido al alemán en: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR)*. No. 175. 2011; fascículo 5; WYMEERSCH, E. *Corporate Governance Regeln in ausgewählten Rechtssystemen*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 137 y siguientes; en especial para Bélgica, Francia y Países Bajos.



Klaus J. Hopt

estas líneas no será posible profundizar en detalle⁽¹⁵⁾. Sin perjuicio de ello, a nivel europeo podemos mencionar diversos esfuerzos regulatorios de la Comisión Europea con el fin de mejorar el Gobierno Corporativo: Plan de Acción del 21 de mayo de 2003⁽¹⁶⁾, Recomendaciones sobre los Consejeros y las Comisiones del Consejo de Vigilancia de 2005 y 2009, Recomendaciones sobre las Políticas de Remuneración de los Directores en las Sociedades y el Sector Financiero de 2004 y 2009⁽¹⁷⁾, el Libro Verde sobre la Normativa de Gobierno Corporativo en Instituciones Financieras⁽¹⁸⁾ y el Libro Verde sobre Política de Auditoría⁽¹⁹⁾, ambos de 2010. La discusión, en parte intensa, continúa y queda por verse qué medidas se llevarán a cabo a nivel europeo con el tiempo. A nivel internacional son numerosos los códigos de Gobierno Corporativo. Especialmente para las instituciones financieras, la crisis financiera ha generado una serie de iniciativas legislativas y regulatorias en Europa y el mundo⁽²⁰⁾. Una gran influencia en el debate internacional ha tenido, como ya se

comentó, el *UK Financial Reporting Council* de 2010 y el nuevo *UK Corporate Governance Code*, el cual para nuevos ejercicios se aplica desde el 29 de julio de 2010⁽²¹⁾.

1.2.3. Gobierno Corporativo interno y externo, en especial a través de las OPA
Dependiendo de en qué nivel se ubique el control de la administración de la sociedad, es posible diferenciar entre un Gobierno Corporativo interno y uno externo. El último hace referencia al mercado, especialmente al mercado de control societario (OPA), como mecanismo disciplinario para los directores; estos, ante una adquisición de la sociedad, pueden dar por seguro la pérdida de sus trabajos, y por ello tienen un incentivo para, a través de una gestión eficiente, aumentar

-
- (15) HOPT, Klaus J. *Die nationalen und internationale Rahmenbedingungen der Corporate Governance*. En: *Ídem.*; pp. 39 y siguientes.
- (16) COMISIÓN EUROPEA. *Comunicado de la comisión al consejo y al parlamento europeo, Modernización del Derecho de sociedades y mejora del gobierno corporativo en la Unión Europea – Plan de Acción*. Publicado el 21 mayo de 2003. Bruselas. COM (2003) 284 final; también, HOPT, Klaus J. En: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)*. 2005; p. 461; LAGA, H. y F. PARREIN. *Corporate Governance in a European Perspective*. En: GEENS, K. y Klaus J. HOPT (compiladores). *The European Company Law Action Plan Revisited, Reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*. Leuven, 2010; p. 79.
- (17) COMISIÓN EUROPEA. *Recomendación de la comisión de 15 de febrero de 2005 relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de vigilancia, aplicables a las sociedades inscritas en la bolsa de valores*. Publicado en el Diario oficial de la Unión Europea L 52/51; *Recomendación de la comisión de 14 de diciembre de 2004 relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las sociedades inscritas en la bolsa de valores*. Publicado el 29 de diciembre de 2004 en el Diario oficial de la Unión Europea L 385/55; *Recomendación de la comisión de 30 de abril de 2009 sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros*. Publicado en el Diario oficial de la Unión Europea L 120/22; *Recomendación de la comisión de 30 de abril de 2009 que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las sociedades inscritas en la bolsa de valores*. Publicado en el Diario oficial de la Unión Europea L 120/28; COMISIÓN EUROPEA. *Informes sobre la aplicación en los estados miembros de la UE de la Recomendación 2009/385/CE y 2009/384/CE*. Publicados el 2 de junio de 2010; COM (2010) 285 final y COM (2010) 286 final, respectivamente.
- (18) COMISIÓN EUROPEA. *Libro verde: Gobierno Corporativo en las instituciones financieras y las políticas de remuneración*. Publicado el 2 de junio de 2010. Bruselas; COM (2010) 284 final y los documentos anexos. Al respecto véase; MÜLBERT, P. O. En: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR)*. No. 174. 2010; p. 375.
- (19) COMISIÓN EUROPEA. *Libro verde: Política de auditoría: lecciones de la crisis*. Publicado el 13 de octubre de 2010. Bruselas; COM(2010) 561 final; además, Arbeitskreis (AK) Bilanzrecht Hochschullehrer rechtswissenschaft. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)*. 2011; p. 176; Dav-Handelsrechtsausschuss. En: *Ídem.*; p 16; IDW. En: FN. 2011; p. 3; MPI-Arbeitsgruppe. En: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)*. 2011 (en imprenta).
- (20) MÜLBERT, P. En: *JuristenZeitung (JZ)*. 2010; p. 834 (836 y ss). Cfr. SPINDLER, G. En: *Die Aktiengesellschaft (AG)*. 2010; p. 601.
- (21) *Infra* 4.2.1.

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

la cotización de la sociedad, y así aumentar el costo de la adquisición. A nivel europeo, debe ser mencionada aquí la Decimotercera Directiva en materia de Derecho de Sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición⁽²²⁾, la cual influyó en la Ley Alemana de Adquisición de Valores y de Adquisición de Sociedades (WpÜG), pero que deberá ser revisada después de la Directiva de 2011. Hasta ahora las propuestas de modificación que se han presentado son contradictorias. Mientras que algunos exigen el endurecimiento de la prohibición a los directores y consejeros de impedir una OPA (*antifrustration rule*) conforme al modelo británico, cuestión recogida en la propuesta original de la Comisión (el mercado de control societario es definido por algunos como *the most effective corporate governance mechanism*)⁽²³⁾, otros desean una amplia desregularización y dejar que el mercado se encargue de la OPA⁽²⁴⁾.

1.3. *Hard law* vs *soft law*: el *Deutsche Corporate Governance Kodex* (DCGK)

1.3.1. El *Deutsche Corporate Governance Kodex* y la declaración anual de conformidad

Una cuestión muy debatida en torno al Gobierno Corporativo concierne al modelo de regulación. Hoy, después de la crisis financiera, no se ha vuelto a considerar de forma seria en

Alemania, ni a nivel internacional, por lo que ha quedado supeditado a las reglas del mercado. La actual división entre el marco normativo, en especial la normativa que regula a las sociedades y el mercado de capitales, y el denominado *soft law*, o marco de recomendaciones no vinculantes⁽²⁵⁾, se refleja en Alemania en el *Deutschen Corporate Governance Kodex* (DCGK), en vigor desde el 26 de febrero de 2002 y modificado el 26 de mayo de 2010, el cual se revisa y adapta anualmente por la Comisión Alemana de Gobierno Corporativo (*Deutschen Corporate Governance Kommission*). El DCGK tiene una extensión de veintitrés páginas y contiene recomendaciones y sugerencias para los accionistas y la Junta General de Accionistas; para la cooperación entre el Directorio y el Consejo de Vigilancia; para el Directorio; para el Consejo de Vigilancia; para la transparencia; así como para la contabilidad y auditoría⁽²⁶⁾. La particularidad del código radica en el tipo de obligatoriedad (público-privada) de la declaración anual de conformidad con las recomendaciones del código. De acuerdo al

(22) Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 21 de abril de 2004. Publicada en el Diario oficial de la Unión Europea L 142/12.

(23) MACEY, J. *Corporate Governance*. Princeton/Oxford, 2008; p. 10, 118 y ss; DAVIES, P. y Klaus J. HOPT. *Capítulo 8: Control Transactions*. En: KRAAKMAN, R. y otros. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 2da. edición. Oxford, 2009; pp. 225 y siguientes.

(24) Por ejemplo, ENRIQUES, L. En: *Rivista delle società*. No. 55. 2010; p. 657; ENRIQUES, L. *European Takeover Law: Designing a Neutral Approach*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 1789; McCAHERY, J. A. y E. P. M. VERMEULEN, *Does the Takeover Bids Directive Need Revision*. En: *Ídem.*; p. 2189.

(25) HOMMELHOFF, P. y M. SCHWAB. *Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance: Gesetz, Satzung, Codices, unternehmensinterne Grundsätze*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER, (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 71 y siguientes.

(26) *Bericht der Regierungskommission Deutschen Corporate Governance Kodex an die Bundesregierung*. Publicado en noviembre de 2010; LUTTER, M. *Deutscher Corporate Governance Kodex*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 123 y ss; y LUTTER, M. *Der Kodex und das Recht*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 1025. RINGLEB, H.-M. y otros. *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, Kodex-Kommentar*. 4ta edición. Múnich: 2010. Sobre las modificatorias de 2010 véase; RINGLEB, H.-M. y otros. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2010; p. 1161; HECKER, A. y M. PETERS. En: *Betriebs-Berater* (BB). 2010; p. 2251. HOFFMANN-BECKING. *Deutscher Corporate Governance Kodex – Anmerkungen zu Zulässigkeit, Inhalt und Verfahren*. En: KINDLER y otros. *Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag*. 2010; p. 337.



Klaus J. Hopt

artículo 161 del AktG, el Directorio y el Consejo de Vigilancia de sociedades inscritas en la Bolsa de Valores deberán declarar anualmente qué recomendaciones (no sugerencias) del DCGK “han seguido o están siguiendo, y cuáles recomendaciones no han sido ni serán aplicadas y por qué”.

1.3.2. Temas actuales del código: La cuota femenina, las consecuencias de las infracciones y el efecto de la crisis de financiera

Entre los temas más controvertidos en la actualidad se encuentra la cuota femenina (*Frauenquote*), para lo cual el DCGK recomienda lo siguiente desde mayo del 2010: “El Consejo de Vigilancia deberá determinar objetivos concretos en cuanto a su composición, los cuales conforme a la situación específica de la empresa tendrán en cuenta (...) la diversidad (*Diversity*). Estos objetivos concretos deben proporcionar, en especial, una representación adecuada de las mujeres”⁽²⁷⁾. El objetivo y el estado actual de su implementación se publicarán en el Informe de Gobierno Corporativo de la Sociedad⁽²⁸⁾. Esta recomendación ha sido criticada por la comunidad empresarial como demasiado estricta, mientras que los grupos políticos, en comparación con otros modelos internacionales, la califican como demasiado suave. La recomendación sobre la remuneración de la representación femenina fue acentuada antes por la comisión, pero sin el apoyo del legislador, el cual podría intervenir mediante la regulación⁽²⁹⁾. Asimismo, la cuota femenina es cuestionada a nivel europeo e internacional,

cuando las metas establecidas por la sociedad no se alcanzan o no se aplican de forma eficaz. Sin embargo, los reparos y preocupaciones planteados a nivel constitucional y europeo no deben ser aceptados. A favor de la cuota femenina encontramos que la sociedad será más proactiva, no solo para evadir disposiciones normativas, sino también en el negocio, pues las mujeres tienen una cualidad especial de liderazgo y habilidades para resolver conflictos⁽³⁰⁾, y en una sociedad envejecida bajo la presión global de la competencia son simplemente indispensables las mujeres con habilidades de liderazgo.

Más discutibles se tornan las consecuencias de la infracción al deber de divulgación de información. Al respecto, el Tribunal Federal (*Bundesgerichtshof*) aceptó en su conocida sentencia Kirch/Deutsche Bank del 16 de febrero de 2009^(NT3) la impugnación del acuerdo de la junta general de accionistas que aprobaba la gestión del Directorio⁽³¹⁾. Si también a otros acuerdos de la junta general de accionistas, en particular la elección de los miembros del Consejo de Vigilancia, corresponde una impugnación, es bastante

(27) DCGK. Tz. 5.4.1 Abs. 2. Versión 2010. Cfr. DCGK. Tz. 5.1.2, segunda línea. Versión 2012: “El Consejo de Vigilancia deberá evaluar también para la composición del Directorio el factor diversidad (*Diversity*) y en especial proporcionar una adecuada representación de las mujeres”. Sobre las tareas y competencias de supervisión en la sociedad, véase, DCGK. Tz. 4.1.5. Versión 2012.

(28) DCGK. Tz. 5.4.1, tercer párrafo, segunda línea. Versión 2012. SCHULZ. En: *Betriebs-Berater* (BB). 2010; p. 2390.

(29) *Infra* 3.1.3.

(30) MÜLLER, K.-P. *Vorsitzender der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Der Aufsichtsrat im Fokus von Gesetz und Kodex*. En: *Die Bank*. Publicado en diciembre de 2010; pp. 47-50.

(NT3) En el presente caso tres accionistas del Banco impugnaron el acuerdo de la Junta Obligatoria Anual que aprobaba la gestión del Directorio porque consideraban que el órgano incumplió su deber de divulgación (*Entsprechenserklärungen*), y en ese sentido, ocultó información relevante a los accionistas.

(31) BGHZ 180; p. 9; también en: *Neue Juristischen Wochenschrift* (NJW). 2009; p. 2207; Caso Kirch/Deutsche Bank. BGH 182; p. 272; también en: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (ZIP). 2009; p. 2051 (2054); SPRINGER, Axel. OLG FRANKFURT. En: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* (WM). 2011; p. 221 (236 y siguientes). GOETTE, W. *Zu den Rechtsfolgen unrichtiger Entsprechenserklärungen*. En: KINDLER y otros. *Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag*. 2010, p. 225; PIETRANCOSTA, A. *Enforcement of corporate governance codes: A legal perspective*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 1109.

discutible⁽³²⁾. ¿Hasta qué punto existe también el riesgo de responsabilidad personal del Directorio y del Consejo de Vigilancia por emitir declaraciones falsas? Este punto se encuentra abierto a discusión. Poco claro también ha sido cómo debe ser entendido el deber de motivación regulado en el artículo 161 del AktG (“y por qué no”). Las motivaciones que en la práctica se proporcionan, varían desde unas cortas frases lacónicas hasta las explicaciones detalladas de las razones⁽³³⁾.

Por último, a partir de la crisis financiera se han generado críticas muy fundamentadas al modelo de código alemán, dado que la autorregulación voluntaria falló, y deberá ser sustituida, como se apreció en la cuestión de la remuneración, en gran parte, o incluso en su totalidad, mediante regulación positiva. Una crítica que, como la mayoría de críticas después de la crisis y en comparación con otras experiencias internacionales, dispara al blanco y sería capaz de provocar una sobrerregulación⁽³⁴⁾. Esta tendencia se fortalece aún más si tenemos en cuenta que el nivel de cumplimiento del DCGK es muy alto⁽³⁵⁾.

2. Objetivos y grupos que tienen un interés en la Sociedad

2.1. Shareholders versus Stakeholders

2.1.1. La internacional e interdisciplinaria discusión del enfoque *shareholder value*

La cuestión de los objetivos y grupos que tienen un

interés en la sociedad, en particular de la sociedad anónima⁽³⁶⁾, es “uno de los problemas relacionados con la participación en la sociedad del siglo”⁽³⁷⁾. Desde un enfoque económico y jurídico, la orientación de los accionistas (*Shareholders*) y el enfoque de los grupos o individuos que tienen un interés en la sociedad (*Stakeholder*) se encuentran diametralmente opuestos. En economía, prevalece de forma predominante el principio del *shareholder value*, de forma más arraigada en Estados Unidos, ya sea de forma estricta o de forma suavizada. Los principales abogados y especialistas en Estados Unidos aún creen que *the triumph of the shareholder-oriented model* se encuentra *now assured*⁽³⁸⁾. Los economistas alemanes opinan de forma distinta. Para ellos, ambos enfoques podrían tener ventajas cuando han sido diseñados de forma coherente con el Gobierno Corporativo interno y externo, pero también perciben las desventajas de la débil contundencia y flexibilidad del enfoque *Stakeholder*⁽³⁹⁾.

2.1.2. Las consecuencias en la ley alemana de sociedades anónimas

De acuerdo a lo regulado en el AktG, el Directorio dirige la sociedad bajo su propia responsabilidad, y eso supone, de acuerdo a

(32) HÜFFER, Uwe. *Aktiengesetz*. 9na. Edición. Múnich: C.H. Beck, 2010; artículo 161 Rn. 31; MARSCH-BARNER, R. *Zur Anfechtung der Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern*. En: BITTER y otros (compiladores). *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*. Colonia: Otto Schmidt, 2009; p. 1108 (1112 y ss); RIEDER, M. S. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2010; p. 737; MUTTER, S. En: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* (ZGR). 2009; p. 788 (796 y siguientes); OLG Múnich. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2009; p. 508 (510), sentencia firme. En: *Idem*. 2010; p. 800; LG Hannover. En: *Idem.*; p. 744; VETTER, E. En: *Idem*. 2008; p.121 (123 y siguientes).

(33) WERDER, Axel v. En: *Die Aktiengesellschaft* (AG). 2010; p. 62.

(34) HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance*; pp. 1-15 y siguientes; BUCK-HEEB, P. y A. DIECKMANN. *Selbstregulierung im Privatrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2010; BACHMANN, G. *Private Ordnung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2006.

(35) WERDER, Axel v. y T. TALAULICAR. *Jährliche Berichte*. En: DB. 2010; p. 853.

(36) SCHMIDT, R. H. y M. WEIß. *Shareholder vs. Stakeholder, Ökonomische Fragen*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; p. 161 y siguientes; FLEISCHER, H. *Shareholders vs. Stakeholders: Aktienrechtliche Fragen*. En: *Idem.*, pp. 185 y siguientes.

(37) FLEISCHER, H. *Óp. cit.*; p. 212.

(38) HANSMAN, H. Hansman y R. KRAAKMAN. *The end of history for corporate law*. En: GORDON, J. N. y M. J. ROE (compiladores). *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge UK, 2004; p. 67.

(39) SCHMIDT, R. H. y M. WEISS. *Óp. cit.*; p. 181.



Klaus J. Hopt

la opinión mayoritaria de la doctrina, una gestión a favor del mejor interés de la sociedad y no solo en favor del interés de los accionistas (artículo 76 del AktG)⁽⁴⁰⁾. La comisión del DCGK incluyó en 2009 una fórmula explícita en el Código⁽⁴¹⁾. No obstante, la doctrina más reciente lo ha criticado con justa razón, dado que no ha sido posible concretizar ni el portador ni el contenido del concepto de interés de la sociedad (*Unternehmensinteresse*)⁽⁴²⁾. Esto tiene como consecuencia negativa la dificultad para medir el desempeño del Directorio, y, en ese sentido, determinar su responsabilidad. La opción del mejor interés de los accionistas, como aquellos que son los *ultimate riskbearers*, parece ser la mejor solución regulatoria, siempre que los intereses de los *Stakeholders* sean adecuadamente tomados en cuenta de otra manera (por ejemplo, a través del Derecho Laboral)⁽⁴³⁾. Es importante enfatizar lo último, porque el enfoque *Shareholder* ha sido cuestionado a través de la crisis financiera actual. En general, pese a que para la sociedad es finalmente un factor crucial, las consecuencias prácticas de la controversia son limitadas⁽⁴⁴⁾.

2.2. Inversionistas institucionales

2.2.1. Tipos de accionistas y su rol en el Gobierno Corporativo
Los pequeños inversionistas normalmente ejercen con poco interés sus derechos como accionistas, a excepción del derecho al cobro de dividendos, pues pueden apenas influir en los acontecimientos de la sociedad. Salvo para los accionistas depredadores (*räuberische Aktionäre*), el esfuerzo no vale la pena. Este fenómeno es conocido como *rational apathy*

y ha conducido a sociedades anónimas con participación diseminada a serios problemas de control. Los intentos para fortalecer los derechos de los accionistas, como la Directiva europea de accionistas⁽⁴⁵⁾ con el objetivo de mejorar el Gobierno Corporativo, han conseguido poco. En sociedades con un accionariado concentrado, sociedades familiares o en grupos de sociedades es naturalmente distinta la situación.

2.2.2. El papel de los inversionistas institucionales en el Gobierno Corporativo
En este espacio se encuentran, desde hace algún tiempo, los inversionistas institucionales, los cuales pese a que generalmente no exceden el 5% de participación en una sociedad (individualmente o en la práctica, por lo general, en forma conjunta o vinculada) han alcanzado un impacto significativo en el Directorio y el Gobierno Corporativo de una sociedad. Los diferentes tipos de inversionistas institucionales y sus actividades han sido descritos en otros apartados⁽⁴⁶⁾. Desde un enfoque comparado internacional, es importante distinguir que los inversionistas institucionales, sobre todo en Inglaterra, pero también en los Países Bajos y en Estados Unidos, juegan un papel más importante que en países como Alemania y

(40) Supra 1.2.

(41) DCGK. Tz. 4.1.1. Versión del 18 de junio de 2009: "El Directorio dirige la sociedad con el objetivo de crear valor agregado (*Wertschöpfung*), bajo su responsabilidad y en interés de la sociedad (*Unternehmensinteresse*), por lo tanto, teniendo en cuenta los intereses de los accionistas, de sus trabajadores y de otros grupos con interés en la sociedad (*Stakeholder*)"; también Abs. 2 del preámbulo del DCGK. La sostenibilidad de la gestión de la sociedad es más que la sostenibilidad del medio ambiente (verde).

(42) FLEISCHER, H. *Óp. cit.*; p. 191.

(43) *Ídem.*; p. 193 y siguientes; HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance*; pp. 1-28 y siguientes.

(44) HOPT, Klaus J. En: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)*. 2000; p. 779; HOPT, Klaus J. En: *Der Gesellschafter (GesRZ)*. Fascículo especial Corporate Governance. 2002; p. 4, 5; FLEISCHER, H. *Óp. cit.*; p. 198.

(45) *Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de accionistas de sociedades cotizadas*. Publicado en el Diario oficial de la Unión Europea L 184/17.

(46) FABER, J. *Institutionelle Investoren (einschließlich Hedgefonds und Private Equity)*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER, (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 219 y ss; BAUMS, T. ; R. BUXBAUM y Klaus J. HOPT (compiladores). *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlín/Nueva York: 1994.

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

otros países de Europa continental. En Estados Unidos, los inversionistas institucionales en 2005 poseían el 61,2 % de la totalidad de acciones de las sociedades. Esta diferencia explica, por ejemplo, las características particulares del Gobierno Corporativo en Inglaterra, incluida la *antifrustration rule* en el *Takeover Code*. Dado que a los inversionistas institucionales no les gusta observar cuando los miembros del Directorio se defienden de una posible OPA. Para el Gobierno Corporativo, el papel de los inversionistas institucionales es típicamente externo, en particular desde el mercado, es decir desde el Gobierno Corporativo externo⁽⁴⁷⁾. Esta es la célebre *Wall Street Rule*, la cual establece que los inversionistas institucionales descontentos reaccionan con la enajenación de sus participaciones. Recientemente, en distintos países, intentaron influir en el Gobierno Corporativo interno de forma legal y extralegal en un sentido activo. Pero las ilusiones al respecto todavía no se han concretado⁽⁴⁸⁾.

2.2.3. Los nuevos accionistas: El Fondo Estatal

El reciente ingreso del Fondo Estatal, que por el riesgo evidente que ocasionan no solo sus inversiones, sino también los objetivos políticos que persiguen, atrajo en un primer momento, en Alemania y otros países, una gran desconfianza, luego de que en la crisis financiera hayan sido vistos como el mesías salvador⁽⁴⁹⁾. Hasta el momento, no se ha podido determinar si el Fondo Estatal se comporta como otro inversionista institucional. Este busca conformar un capital para las generaciones posteriores de un país y estabilizar el precio de sus recursos naturales contra las fluctuaciones del mercado. Como actores orientados a largo plazo pueden jugar un papel importante en el Gobierno Corporativo. Las medidas proteccionistas contra ellos han fallado en varios países occidentales, entre ellos Alemania desde 2008⁽⁵⁰⁾.

2.3. Gobierno Corporativo a través de la cogestión

2.3.1. El papel de los trabajadores en el gobierno corporativo

Los trabajadores pueden ser importantes actores en el gobierno corporativo. Esto se debe a su influencia en la sociedad mediante el comité de empresa (*Betriebsrat*), a través de los sindicatos y del mismo mercado laboral, aun cuando esta influencia no se encuentre reconocida en la ley. Esta importancia ha sido ocasionada en dos sentidos por el legislador alemán. Por un lado, se ha reconocido a los trabajadores como un grupo que tiene un interés en la sociedad, cuyos intereses debe tener en cuenta el Directorio en la dirección de la sociedad⁽⁵¹⁾. Por otro lado, disfrutaban de una representación directa en el Gobierno Corporativo interno dado que dirigen de forma cuasiparitaria la cogestión en los Consejos de Vigilancia en Alemania. Este amplio enfoque de la cogestión en la sociedad se mantuvo a nivel internacional como una manifestación única. En Gran Bretaña y los Estados Unidos no existe una cogestión, y en muchos países europeos sólo una gestión tripartita⁽⁵²⁾. Recientemente, el legislador determinó mediante la Ley de Adecuación de Remuneraciones del Directorio de 2009 los principios obligatorios para que el pleno del Consejo de Vigilancia establezca la remuneración de los miembros del Directorio y así se limitaron en la práctica las decisiones de la comisión de remuneraciones, lo que

(47) Supra 1.2.3.

(48) HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance*; pp. 1, 48 y siguientes.

(49) HELLWIG, M. En: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* (ZHR). No. 172. 2008; p. 768; NETTESHEIM, M. En: *Ídem.*; p. 729.

(50) HOPT, Klaus J. *Obstacles to corporate restructuring: observations from a European and German perspective*. En: TISON, M. y otros (compiladores). *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*. Cambridge: 2009; pp. 373, 381 y siguientes.

(51) Supra 2.1.1.

(52) BAUMS, T. y P. ULMER (compiladores). *Unternehmens-Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Recht der EU-Mitgliedstaaten*. Heidelberg: 2004.



Klaus J. Hopt

realmente ha fortalecido la influencia de los trabajadores en cuestiones de remuneración⁽⁵³⁾.

2.3.2. Las consecuencias de la cogestión en el Gobierno Corporativo

La cogestión es un tema muy discutido en la doctrina y en la práctica. Las teorías económicas (la teoría principal-agente, la teoría de la sociedad como una red de contratos, la teoría de la propiedad societaria y la teoría del *Property Rights*) se oponen de forma crítica a la cogestión, mientras las teorías sociológicas, como la teoría de la participación o de la cooperación, son más favorables a esta⁽⁵⁴⁾. La escasa investigación empírica no ha brindado resultados claros⁽⁵⁵⁾. Está claro, por otro lado, que la sociedad, con excepción de empresas públicas u otras situaciones particulares, no impondría una cogestión cuasiparitaria sin una norma imperativa que lo exija, y que aumentan los intentos para eludir la cogestión alemana a través de la elección de la forma societaria de Sociedad Anónima Europea, la cual posee un modelo de cogestión más flexible⁽⁵⁶⁾. El ejemplo clásico es la sociedad Allianz, la mayor empresa de seguros de Alemania, la cual en 2006 se transformó en una *Societas Europaea* (Sociedad Anónima Europea, SE). Esto permitió que el número de miembros del Consejo de Vigilancia se redujera de 20 a 12 y que la influencia de los sindicatos alemanes se debilitará;

la cogestión paritaria como tal se mantuvo de forma voluntaria⁽⁵⁷⁾. Desde entonces una serie de sociedades alemanas se han transformado en Sociedades Anónimas Europeas. Queda por verse, si la Comisión Europea en 2011 percibirá esta situación en la próxima revisión del Estatuto de la Sociedad Anónima Europea como una brecha o una oportunidad.

3. Directorio, Consejo de Vigilancia, Publicidad y Auditores

3.1. Directorio

3.1.1. Análisis comparativo del modelo monista y el modelo dual de gestión y supervisión
La división obligatoria del Directorio y el Consejo de Vigilancia del modelo alemán no es habitual en otros países. Así, en países como Estados Unidos, Inglaterra, Suiza y otros; predomina el modelo monista o *one-tier Board*⁽⁵⁸⁾. Esto se debe a razones fuertemente arraigadas en la historia y cultura del país en cuestión, que en términos técnicos se

-
- (53) Artículo 107, III.3 AktG en concordancia con la Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) del 31 de julio de 2009. Publicada en el Bundesgesetzblatt Jahrgang 2009 primera parte (BGBl. I). No. 50; p. 2509. Esto ha sido criticado por las sociedades por ser impracticable y poco objetiva, dado que se limita a la aprobación de la decisión, y en ese sentido, el comité pueden presentar el proyecto para la aprobación sin presiones. SEIBERT, U. En: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* (WM). 2009; p. 1489 (1491); HÜFFER, Uwe. *Aktiengesetz*. 9na. edición. Múnich: C.H. Beck, 2010; artículo 107 Rn. 18.
- (54) PISTOR, K. *Corporate Governance durch Mitbestimmung und Arbeitsmärkte*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel V. WERDER, (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 231 y siguientes.
- (55) *Ídem.*; p. 245 y siguientes.
- (56) *Directiva 2001/86/EC de 8 de octubre de 2001 por la que se completa el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE) en lo que respecta a la implicación de los trabajadores*. Publicada en el Diario oficial de la Unión Europea L 294/22. La SE ha sido elegida en mayor medida en países donde se aplica la cogestión; ERNST & YOUNG. *Study on the operation and the impacts of the Statute for a European Company (SE), Final report* (elaborado para la Comisión europea). Publicado el 29 de octubre de 2009; pp. 243 y siguientes. Dicho informe señala como las mayores ventajas tanto la flexibilidad que aporta la mencionada Directiva como la posibilidad de la constitución de una comisión negociadora para la cogestión; HENSSLER, M. En: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* (ZHR). No. 173. 2009; p. 222, cuyo estudio se basó en entrevistas.
- (57) HEMELING, P. *Die Corporate Governance in der Societas Europaea (SE)*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel V. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; p. 769 y siguientes. Para revisar datos empíricos sobre la SE en los estados miembros de la Unión Europea véase, ERNST & YOUNG. *Óp. Cit.*. Cfr. SEIBT, C. H. En: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (ZIP). 2010; p. 1057.
- (58) HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance*; pp. 1-20 y otras.

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

denomina “dependencia del contexto”^(NT4). Así, en Alemania el Consejo de Vigilancia sustituyó al Estado en su labor de supervisión a partir de la segunda mitad del siglo XIX. La división del control y de la gestión se encuentra casi siempre regulada en países con modelo dual o *two-tier Board* y garantizada mediante normas. No obstante, de hecho, las tareas de los Consejos de Vigilancia nunca se limitan a una mera función de control, sino que, al mismo tiempo y en algunas ocasiones, actúan también como asesores de la sociedad. En la práctica, las funciones del Directorio y del Consejo de Vigilancia se diferencian en función del sector del mercado, del tamaño de la sociedad y de la costumbre, pero sobre todo depende de si el Directorio o el Consejo de Vigilancia están representados de forma sólida.

3.1.2. Tendencia hacia la convergencia de ambos modelos y la posibilidad de la elección del modelo

Pese a que académicos y profesionales destacan su propio sistema como superior sobre el otro, dicha superioridad no puede ser comprobada ni en teoría ni empíricamente⁽⁵⁹⁾. En efecto, ambos sistemas presentan ventajas y desventajas. La principal debilidad del modelo dual alemán es la asimetría informativa entre el Directorio y el Consejo de Vigilancia, que no existe en el *Board-System*⁽⁶⁰⁾. Justamente, se ha visto una preferencia al modelo inglés entre las personas que conocen ambos sistemas⁽⁶¹⁾. Por lo tanto, un problema central del

Gobierno Corporativo, en general, es asegurar un buen flujo de información entre el Directorio y el Consejo de Vigilancia⁽⁶²⁾. Por el contrario, en la combinación de la supervisión y la gestión de la sociedad, existe el riesgo de que las funciones de gestión sean tan exigentes que el ámbito para la supervisión quede en un segundo plano⁽⁶³⁾, y aún más, que el supervisor carezca de la independencia necesaria frente al Ejecutivo. Así, aunque hoy *independent directors* asumen la función de supervisión, los mismos son miembros del *board* en la toma de decisiones, las cuales en última instancia tendrán que supervisar⁽⁶⁴⁾. Por su parte, el rol de los directores independientes (*independent directors*) es un problema todavía no resuelto del modelo dual de Gobierno Corporativo.

Ahora bien, como ambos modelos tienen sus ventajas y desventajas, se presentan dos observaciones a tener en cuenta. Por una parte, no puede ocultarse la aparición de modelos híbridos como en Suiza, y en general, la tendencia hacia la convergencia de ambos modelos⁽⁶⁵⁾. Por otro lado, es recomendable que el legislador no prescriba

(NT4) Se habla de “dependencia del contexto” (expresión que es un calco semántico del inglés *path dependece* o *path dependency*) cuando el resultado de un proceso depende de la entera secuela de decisiones tomadas por los actores y no solo de las condiciones del momento. Un concepto similar es la histéresis, una propiedad de los sistemas cuyo estado depende de su historia inmediata. Estos principios aluden a la importancia del pasado para la comprensión de las ciencias naturales y sociales.

(59) JUNGSMANN, C. En: *European Company and Financial Law Review Special* (ECFR). 2006, p. 426.

(60) Esto se presenta, sin duda, en las sociedades grandes, cuyo *Board* debe centrarse en las decisiones principales y dirigir a la administración, entre el *Board* y la administración. Véase también, DORALT, P. *Die Typologie des Aufsichtsrats und die Logik seines Versagens – Ein erster Versuch aus österreichischer Sicht*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 3059.

(61) DAVIES, P. En: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* (ZGR). 2001; pp. 268, 292 y siguientes.

(62) *Infra* 3.2.

(63) DAVIES, P. En: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* (ZGR). 2001; pp. 268 y 285; LEYENS, P.C. *Aufsichtsrat: Terra incognita des englischen Gesellschaftsrechts*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 3135.

(64) Pero también puede formarse en el *Boardsystem* un grupo interno y externo de directores, por lo cual se presentarían para los miembros los problemas que hemos comentado con relación al Consejo de Vigilancia en el modelo dual. Darauf weist zu Recht hin BÖCKLI, P. *Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystem*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Op. cit.*; pp. 255 y 268.

(65) *Ídem.*; p. 255. Véase también, BACHMANN, G. *Aufsichtsratsautonomie – Recht und Politik der dualen Unternehmensverfassung*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 337.



Klaus J. Hopt

ni uno ni otro modelo como obligatorio, sino brindar a los accionistas la posibilidad de elegir entre dos o más modelos⁽⁶⁶⁾. Los accionistas conocen mejor que el legislador qué modelo se adecua mejor a su situación personal, y en ese sentido, asumen el riesgo de una mala elección frente a sus competidores que han optado por un modelo más adecuado. Muchos países, entre ellos Francia, Bélgica, Italia y a partir del 2012 Dinamarca; y el estatuto de la Sociedad Anónima Europea permiten dicha elección.

3.1.3. Problemas actuales del Directorio: Deber de diligencia y el deber fiduciario, remuneración equitativa, la adopción de medidas defensivas frente a una OPA

Los derechos y deberes del Directorio son un tema clásico del Derecho de Sociedades y el Gobierno Corporativo, por lo que no plantearé mayor discusión sobre los mismos. Solo basta comentar tres breves aspectos. Hoy se coloca un particular interés sobre los deberes fiduciarios y los conflictos de intereses de los miembros del Directorio, así como de los miembros del Consejo de Vigilancia⁽⁶⁷⁾, pese a que en los ordenamientos jurídicos de los países de Europa continental dicho campo se encontraba poco desarrollado en comparación

con los países angloamericanos⁽⁶⁸⁾. Por otro lado, la importancia del deber general de diligencia se debilitó con la introducción del *business judgment rule* y por la implementación de un nuevo campo de acción y estándar de responsabilidad⁽⁶⁹⁾.

En segundo lugar, las cuestiones en torno a la remuneración, ante la tendencia de excesivas remuneraciones desde los Estados Unidos a otros países, y sobre todo a raíz de la crisis financiera; se colocaron bajo el foco de atención del público y del legislador en Alemania y en muchos otros países⁽⁷⁰⁾. En Alemania, el legislador no esperó hasta que la comisión del DCGK regulara a detalle las reglas de la remuneración, sino que en 2009 adoptó una serie de reformas en el ámbito del Derecho de Sociedades⁽⁷¹⁾. A partir de entonces, el Consejo de Vigilancia garantiza un equilibrio adecuado entre la remuneración total que perciben los miembros del Directorio

-
- (66) HOPT, Klaus J. y P. C. LEYENS. En: *European Company and Financial Law Review*. 2004; pp. 135-163 y otras; FISCHER, S. *Monistische Unternehmensverfassung: Ökonomische Analyse und Plädoyer für ein Wahlrecht im deutschen Aktienrecht*. Baden-Baden: Nomos, 2010.
- (67) MÖLLERS, T. M. J. *Treupflichten und Interessenkonflikte bei Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel V. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 423 y siguientes; HOPT, Klaus J. En: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)*. 2004; p. 1; SEIBT, C. H. *Interessenkonflikte im Aufsichtsrat*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 1363; VETTER, E. *Interessenkonflikte im Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei der Abgabe der Stellungnahme nach § 27 WpÜG*. En: *Idem.*; p. 2657.
- (68) HOPT, Klaus J. *Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat – Zugleich ein Beitrag zur corporate governance-Debatte*. En: *Recht und spontane Ordnung: Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker zum 80. Geburtstag*. Baden-Baden: Nomos, 1996; p. 909 (921 y siguientes).
- (69) Artículo 93, I, 2, AktG. Al respecto véase, HÜFFER, Uwe. *Aktiengesetz*. 9na. edición. Múnich: C.H. Beck, 2010; artículo 93 Rn 4a y siguientes. Sobre el contramovimiento tras la crisis financiera véase, FLEISCHER, H. En: *Neue Juristischen Wochenschrift (NJW)*. 2009; p. 2337; GARCÍA, R.A. *Suing directors in international litigation*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 321.
- (70) EVERS, H. *Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; p. 349 y siguientes; CAHN, A. *Vorstandsvergütung als Gegenstand rechtlicher Regelung*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 431.
- (71) *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) del 31 de julio de 2009*. Publicada en el Bundesgesetzblatt Jahrgang 2009 primera parte (BGBl. I). No. 50; p. 2509; que modifica entre otros a los artículos 87, 116, segunda línea; 120 AktG. Al respecto véase, KORT, M. *Rechtsfragen der Höhe und Zusammensetzung der Vergütung von Mitgliedern des Aufsichtsrats einer AG*. En: KINDLER y otros. *Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag*. 2010; p. 483.

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

individualmente y las tareas y prestaciones que realizan, así como la posición que ocupan en la sociedad, y en ese sentido, la remuneración total no podrá ser excesiva, salvo razones específicas que lo justifiquen⁽⁷²⁾. En las sociedades inscritas en la Bolsa de Valores, la estructura de la remuneración se encuentra atada al desempeño sostenible de la sociedad. En caso de desempeños extraordinarios, el Consejo de Vigilancia deberá establecer límites a las remuneraciones. Así, en caso los miembros del Consejo de Vigilancia fijen una remuneración excesiva, serán individualmente responsables frente a la sociedad. Además, de acuerdo al modelo internacional inglés, se ha introducido el voto de la Junta General de Accionistas en el sistema de remuneración (denominado *say on pay*)⁽⁷³⁾. Esta votación no es vinculante y no afecta a los contratos individuales de los miembros del Directorio. El debate todavía no ha concluido, hay muchas otras consideraciones de política de derecho⁽⁷⁴⁾ y el proyecto legislativo de límites para la remuneración del Directorio y otros ejecutivos, al menos sustentado para los bancos estatales.

Por último, la cuestión, de si y cómo pueden defenderse los miembros del Directorio contra las OPA, se ha convertido en objeto de intenso debate y de diferentes reformas legislativas. Estamos hablando de un problema central del Gobierno Corporativo externo⁽⁷⁵⁾. Alemania acogió la opción de la Decimotercera Directiva y no adoptó la estricta prohibición de la prevención de la Directiva. Así, el Directorio podrá tomar

medidas defensivas, por lo cual es posible prevenir el éxito de la OPA, previa aprobación del Consejo de Vigilancia de la sociedad objetivo⁽⁷⁶⁾. Esto tiene como consecuencia que la fuerza disciplinaria del mercado en el control de sociedad, es decir el Gobierno Corporativo externo⁽⁷⁷⁾, sea en gran medida eliminada.

3.2. Consejo de Vigilancia

3.2.1. Composición, en particular la independencia y la cualificación de los miembros del Consejo de Vigilancia
En Alemania, la composición del Consejo de Administración se encuentra por ley cuidadosamente equilibrada, sin embargo se caracteriza por el modelo problemático de la cuasiparitaria cogestión del capital y el trabajo, así como por la participación de los bancos y empresas asegurados en la misma⁽⁷⁸⁾. También, como ya se mencionó, por los postulados de la diversidad e implementación de la cuota femenina⁽⁷⁹⁾. Además, existen dos cuestiones fundamentales de la composición del Consejo de Vigilancia a considerar: la independencia y la cualificación de los miembros del Consejo de Vigilancia. Ambas

(72) DCGK. Tz. 4.2.2, segundo párrafo, segunda línea. Versión 2010; esto ocupa no solo la problemática habitual, la cual tiende a equipararse hacia arriba, sino que existen también "estructuras de remuneración, que se aplican de forma contraria en la sociedad" como paradigma, no solo de forma horizontal, sino también vertical, lo cual puede producir en la práctica problemas de consistencia.

(73) Al respecto véase, FLEISCHER, H. y D. BEDKOWSKI. En: *Die Aktiengesellschaft (AG)*. 2009; p. 677.

(74) Cfr. SEIBERT, U. *Die Koalitionsarbeitsgruppe "Managervergütungen": Rechtspolitische Überlegungen zur Beschränkung der Vorstandsvergütung (Ende 2007 bis März 2009)*. En: KINDLER y otros. *Festschrift für Hüffer*. 2010; p. 955.

(75) WINTER, M. y S. HARBARTH. *Corporate Governance und Unternehmensübernahmen: Anforderungen an das Verhalten von Vorstand und Aufsichtsrat des Bieters und der Zielgesellschaft*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 463 y siguientes; HILL, J. *Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p.795. También, MACEY, J. *Corporate Governance*. Princeton/Oxford, 2008; pp. 10, 118 y siguientes.

(76) Artículo 33, I, 2, última alternativa WpÜG es realmente la *sedes materiae*, no la prohibición de la prevención, de conformidad con el artículo 33 I 1 WpÜG, ni la autorización concedida por la junta general de accionistas, de conformidad con el artículo 33 II WpÜG.

(77) *Infra* 1.2.3.

(78) *Supra* 2.3.

(79) *Supra* 1.3.2.



Klaus J. Hopt

cuestiones han sido discutidas principalmente en relación a los representantes de los accionistas, aunque ambas afectan también a los representantes de los trabajadores. Así, en vista de las relaciones especiales de los Sindicatos con la sociedad y con otras sociedades, los representantes de los sindicatos en algunos casos no satisfacen los respectivos requerimientos de independencia⁽⁸⁰⁾. También carecen normalmente de titulación o formación en temas de finanzas y contabilidad. Recién desde 2009, la ley regula el requisito de independencia y de cualificación idónea: En sociedades inscritas en la Bolsa de Valores debe por lo menos un miembro independiente del Consejo de Vigilancia tener experiencia en temas de contabilidad y auditoría⁽⁸¹⁾. El DCGK exige ambos requisitos⁽⁸²⁾.

Con relación al requisito de la independencia destacan tres aspectos. En primer lugar, la definición de independencia, como el que la Recomendación de la Comisión Europea de 2005⁽⁸³⁾ determinó, después empleado por la Comisión del DCGK. Esto se aplica, entre otras cosas, a la independencia de los miembros del Consejo de Vigilancia frente a los accionistas mayoritarios. En ese sentido, no puede haber en realidad ninguna duda de que la recomendación se ha aplicado plenamente en la legislación alemana⁽⁸⁴⁾. En segundo

lugar, el Consejo de Vigilancia debe procurar estar integrado por miembros suficientemente independientes⁽⁸⁵⁾. Por último, es necesario señalar que, hasta el momento, no hay evidencia empírica sobre la efectividad de los consejeros independientes, sea mejorando el nivel habitual de vigilancia o contribuyendo al aumento del desempeño de la sociedad⁽⁸⁶⁾.

Que hoy la cualificación de los miembros del Consejo de Vigilancia tiene un rol central es un aspecto fundamental, especialmente a la luz de las malas experiencias a partir de la crisis financiera⁽⁸⁷⁾. En la práctica es todavía considerable el trabajo por realizar. El DCGK establece en su revisión de 2010 lo siguiente: "Los miembros del Consejo de Vigilancia adoptarán las medidas necesarias para su formación y capacitación bajo su responsabilidad. Para ello, deberán ser apoyados de forma adecuada por la sociedad"⁽⁸⁸⁾. En 2010, el *Deutsche Aktieninstitut* creó con este objetivo un

-
- (80) RINGLEB, H. M. y otros. *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, Kodex-Kommentar*. 4ta edición. Múnich: 2010; Tz. 5.4.2 Rn. 1040; p 1041. Cfr. HÜFFER, U. En: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (ZIP). 2006; pp. 637-639. ROTH, M. En: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* (ZHR). No. 175. 2011 (en imprenta).
- (81) Artículo 100 V AktG en concordancia con la Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts - Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) del 25 de junio de 2009. Publicada en el Bundesgesetzblatt Jahrgang 2009 primera parte (BGBl. I). No. 50; p. 1102; cfr. artículo 36, III, 1, KWG; artículo 7a IV 1 VAG; RIEDER, M. S. y D. HOLZMANN. En: *Die Aktiengesellschaft* (AG). 2010; pp. 570-573 y siguientes; Sobre la GmbH, véase, GERNOTH, J. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2010; p. 292; KROPFF, B. *Der unabhängige Finanzexperte in der Gesellschaftsverfassung*. En: BITTER y otros (compiladores). *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*. Colonia: Otto Schmidt, 2009; p. 1023.
- (82) DCGK. Tz. 5.3.1: comités "profesionalmente cualificados"; DCGK. Tz. 5.3.2: requisitos especiales de independencia y cualificación del presidente del comité de auditoría; DCGK. Tz. 5.4.1. Versión 2010: los miembros deben poseer, en general, los conocimientos, habilidades y la experiencia profesional necesaria para la asunción de sus funciones; DCGK. Tz. 5.4.2: el Consejo de Vigilancia deberá disponer de un número suficiente de miembros independientes.
- (83) Supra Fn. 17.
- (84) Cfr. El debate entre, LUTTER, M. En: *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (EuZW). 2009; p. 799; y, WACKERBARTH, U. En: *Idem*. 2010; p. 46; y nuevamente, LUTTER, M. En: *Idem*; p 87.
- (85) DCGK. Tz. 5.4.2, primera línea.
- (86) HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance*; pp. 1-37 y siguientes; GORDON, J. 59 Stan. L. Rev. 1465 (2007) 1500 (1509); ROTH, M. En: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* (ZHR). No. 175. 2011 (en imprenta).
- (87) LUTTER, M. *Die personelle Auswahl von Aufsichtsratsmitgliedern – die rechtliche Sicht*. HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 321 y siguientes; WERDER, Axel v. *Qualifikation und Auswahl*; pp. 331 y siguientes.
- (88) DCGK. Tz. 5.4.1 último párrafo.

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

programa de formación especial. Hasta ahora, la reacción dubitativa de los círculos empresariales alemanes no es fácil de comprender. Internacionalmente, el Gobierno Corporativo incluye la formación y capacitación de los miembros del *Board*.

3.2.2. Aspectos prácticos de la supervisión: las comisiones, el flujo de información y la gestión de riesgos

Aspectos prácticos de la supervisión de una sociedad incluyen la creación de comisiones del Consejo de Vigilancia, la mejora del flujo de información entre el Directorio y los ejecutivos de la sociedad, así como el establecimiento de un adecuado sistema de gestión de riesgos. Tradicionalmente, el Derecho de Sociedades ha contenido las disposiciones necesarias para reservarse dichos temas. Recién en los últimos años, bajo la influencia de los escándalos y la crisis financiera, aparecieron propuestas individuales de regulación de estos aspectos. A partir de entonces, el Consejo de Vigilancia podrá crear una comisión de auditoría, pero no es una obligación⁽⁸⁹⁾. Así, el DCGK regula la creación de comisiones y prevé una comisión de auditoría (*Audit Committee*) y una comisión encargada de las designaciones de los cargos⁽⁹⁰⁾.

La cooperación del Directorio y el Consejo de Vigilancia es fundamental para un buen Gobierno Corporativo⁽⁹¹⁾. Aquí, la conexión es el presidente del Consejo de Vigilancia, figura

central del Gobierno Corporativo. El flujo de información entre el Directorio y el Consejo de Vigilancia⁽⁹²⁾, que, como se ha dicho, es el punto débil del modelo dual frente al modelo monista⁽⁹³⁾, transcurre generalmente por el presidente del Consejo de Vigilancia. Por ello, no es de extrañar que las tareas y atribuciones del presidente del Consejo de Vigilancia estén reguladas solo formalmente⁽⁹⁴⁾. Recientemente se han presentado propuesta de reforma de este punto.

La Ley de Sociedades Anónimas (AktG) abordó de forma rudimentaria el control y la gestión de riesgos⁽⁹⁵⁾, y por ello, solo existen opiniones diversas entre abogados y economistas con relación al sentido en que deben ser interpretadas⁽⁹⁶⁾. Esto puede cambiar como resultado de la crisis financiera, la cual ha sido provocada por la carencia de una adecuada gestión de riesgos por las sociedades con efectos catastróficos en los Bancos Regionales de Alemania. En otros países, sobre todo en el Reino Unido, se ha ido un poco más lejos⁽⁹⁷⁾.

(89) Artículo 107, III, 2, IV AktG; MAUSHAKE, C. *Audit Committees*. Colonia: Carl Heymanns, 2009; KRASBERG, Peter. *Der Prüfungsausschuss des Aufsichtsrats einer Aktiengesellschaft nach dem BilMoG*. Berlín: Duncker & Humboldt, 2010; GERNOTH, J. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2010; p. 292; VETTER, E. En: *Ídem.*; p. 751.

(90) DCGK. Tz. 5.3.

(91) OETKER, H. *Vorstand, Aufsichtsrat und ihr Zusammenwirken aus rechtlicher Sicht*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 277 y siguientes; WITT, P. *Vorstand, Aufsichtsrat und ihr Zusammenwirken aus betriebswirtschaftlicher Sicht*. En: *Ídem.*; p. 303 y siguientes. Sobre lo regulado en el artículo 111 IV 2 AktG, véase, HABERSACK, M. En: KINDLER y otros. *Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag*. 2010; p. 259.

(92) SEIBT, C. H. *Informationsfluss zwischen Vorstand und Aufsichtsrat (dualistisches Leitungssystem) bzw. innerhalb des Verwaltungsrats (monistisches Leitungssystem)*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel V. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 391 y siguientes.

(93) *Supra* 3.1.1.

(94) En particular, artículo 107 I 1 AktG. Sobre detalles de las tareas y competencias del Consejo de Vigilancia, véase, DCGK. Tz. 5.2.

(95) BALLWIESER, W. *Controlling und Risikomanagement*. HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel V. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 447 y siguientes; DREHER, M. *Die Vorstandsverantwortung im Geflecht von Risikomanagement, Compliance und interner Revision*. En: KINDLER y otros. *Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag*. 2010; p. 161; SPINDLER, G. *Von der Früherkennung von Risiken zum umfassenden Risikomanagement – zum Wandel des § 91 AktG unter europäischem Einfluss*. En: *Ídem.*; p. 985.

(96) De acuerdo al artículo 91 II AktG, el Directorio adoptará las medidas necesarias, en especial para el sistema de supervisión, para identificar los peligros que afecten la subsistencia de la sociedad.

(97) MOORE, M. T. *The Evolving Contours of the Board's Risk Management Function in UK Corporate Governance*. En: J. Corp. L. Stud. 10. 2010; pp. 279-307.



Klaus J. Hopt

3.2.3. Consejo de Vigilancia y Bancos

En el Consejo de Vigilancia alemán, tradicionalmente los bancos y las empresas de seguros se encuentran fuertemente representados. Esta es una peculiaridad del modelo de Gobierno Corporativo alemán, que se ha denominado *rheinischer Kapitalismus* o contemporáneamente como *Deutschland AG*⁽⁹⁸⁾. En la literatura sobre el Gobierno Corporativo, en teoría, el modelo interno alemán se contraponen al modelo externo angloamericano, se investigan sus ventajas y desventajas, pero sobre todo se estudia si este modelo puede desarrollarse en el mercado de capitales angloamericano sin tornarse inestable⁽⁹⁹⁾. En efecto, el *rheinischer Kapitalismus* se concibe con el debilitamiento de las atribuciones del Presidente del Consejo de Vigilancia y del representante del intermediario financiero, así como con la venta de las inversiones y la disminución de los derechos de voto del Banco en la disolución⁽¹⁰⁰⁾.

Desde una perspectiva legal del Gobierno Corporativo es necesario indicar, sin que podamos profundizar aquí, entre otros aspectos, los límites antimonopólicos de este entramado, el considerable aumento de la vigilancia contra los conflictos de intereses, especialmente a los cuales se encuentran expuestos los representantes de los bancos que conforman el Consejo de Vigilancia⁽¹⁰¹⁾, la tendencia europea e internacional hacia los consejeros independientes⁽¹⁰²⁾ y la minuciosa regulación del voto de los bancos⁽¹⁰³⁾.

3.2.4. Evaluación

La evaluación periódica, sobre todo de la labor de la Comisión de Vigilancia⁽¹⁰⁴⁾, es hoy un requisito a nivel internacional del buen Gobierno Corporativo. En 2005, este aspecto fue adoptado por la Comisión Europea en su recomendación sobre el Consejo de Vigilancia⁽¹⁰⁵⁾, sin embargo, ha sido aceptado con reservas por la Comisión de DCGK. Aunque la recomendación de la Comisión Europea establece que la evaluación del desempeño se realizará anualmente y se extenderá a la composición del Consejo de Vigilancia, así como a su organización y funcionamiento como grupo, incluida la competencia y el desempeño de los miembros de forma individual y de las comisiones, el DCGK se conforma, de acuerdo a su actualización en mayo de 2010, con el siguiente requerimiento: "El Consejo de Vigilancia deberá periódicamente evaluar la eficiencia de su desempeño"⁽¹⁰⁶⁾. Por encima de todo, el DCGK no establece nada sobre la auditoría externa, evaluación que no está a cargo del Consejo de Vigilancia, sino que es elaborada por un consultor externo. Por otro lado, el *UK Code of Corporate Governance*

-
- (98) GERKE, W.; F. MAGER y T. FÖRSTERMANN. *Die Rolle von Finanzintermediären bei der Corporate Governance im Wandel*. HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER, (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 503 y siguientes; 510 y siguientes.
- (99) KRAHNEN J. P. y R. H. SCHMIDT (compiladores). *The German Financial System*. Oxford, 2004.
- (100) GERKE, W.; F. MAGER y T. FÖRSTERMANN. *Óp. cit.*; p. 508; quienes incluso opinan que el sistema "ya no existe de facto".
- (101) Por ejemplo, HOPT, Klaus J. En: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)*. 2004; p. 1 (8 y siguientes); POELZIG, D. y C. THOLE. En: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)*. 2010; p. 836; KREBS, K. *Interessenkonflikte bei Aufsichtsratsmandaten in der Aktiengesellschaft*. Colonia: Carl Heymanns, 2002.
- (102) Supra 3.2.1.
- (103) Artículo 135 AktG.
- (104) WERDER Axel v. y J. GRUNDEL. *Evaluation der Corporate Governance*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER, (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 629 y siguientes.
- (105) COMISIÓN EUROPEA. *Recomendación de la comisión de 15 de febrero de 2005 relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de vigilancia, aplicables a las sociedades inscritas en la bolsa de valores*. Publicado en el Diario oficial de la Unión Europea L 52/51. No. 8
- (106) DCGK. Tz. 5.6. Al respecto véase la explicación de KREMER, T. Kremer y A. v. WERDER. En: RINGLEB, H. M. y otros. *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, Kodex-Kommentar*. 4ta edición. Múnich, 2010. Tz. 5.6 Rn 1152 y siguientes.
- (107) HOPT, Klaus J. *Comparative Corporate Governance*; pp. 1-34 y siguientes.

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

recomienda una evaluación anual del *Board*, de la comisión y de los Directores de forma individual, y para los *FTSE 350 companies boards* con asesoría externa al menos una vez cada tres años⁽¹⁰⁷⁾. Otros países han seguido este criterio. Las fases de una evaluación de Gobierno son la selección del objeto a evaluar, la determinación de los criterios de la evaluación, el sondeo de la situación actual y el análisis de las consecuencias; sin embargo, la organización y la realización de este proceso pueden mejorar considerablemente⁽¹⁰⁸⁾.

3.2.5. Responsabilidad y Auditoría especial

Deberes positivos de conducta y prohibiciones normativas son solo útiles en la medida que su cumplimiento es exigible. Esto se encuentra regulado por el Derecho Privado a través del régimen de responsabilidad civil. También está en el Gobierno Corporativo, por lo que existen otros mecanismos como la transparencia, la autorregulación y las fuerzas del mercado⁽¹⁰⁹⁾. La responsabilidad de los órganos de la sociedad, es decir, del Directorio y del Consejo de Vigilancia, se ha orientado, por un largo tiempo, en la práctica solo en unos cuantos procesos judiciales, y recientemente ha ganado drástica importancia. Esto se debe a la histórica sentencia de la Corte Superior Federal (*Bundesgerichtshof*) en el caso ARAG en 1997⁽¹¹⁰⁾ y más recientemente a las consecuencias de la crisis financiera. Desde la sentencia del caso ARAG, se establece que el Consejo de Vigilancia interpondrá acciones de indemnización por daños a la sociedad y solo deberá renunciar a la pretensión excepcionalmente, cuando se justifique por razones importantes que afecten al interés de la sociedad⁽¹¹¹⁾. Otro

aspecto, aparte del bienestar de la sociedad, es que el Consejo de Vigilancia deberá dar espacio a los puntos de vista personales de los miembros del Directorio sólo en casos excepcionales⁽¹¹²⁾. Los supuestos de hecho de la responsabilidad de los órganos de la sociedad se encuentran desarrollados en gran parte en la jurisprudencia y en la doctrina⁽¹¹³⁾. Las numerosas demandas de responsabilidad ante jueces y árbitros en contra de los banqueros por contravenir normas imperativas durante la crisis darán lugar a mayores avances en este ámbito de estudio⁽¹¹⁴⁾.

Un instrumento esencial para exigir el cumplimiento de las normas imperativas es la auditoría especial (*Sonderprüfung*), la que puede ser solicitada por un accionista minoritario que represente el 1% del capital social o una porción proporcional a la suma 100,000.00 euros, y que también podría ser ordenado por un Juez⁽¹¹⁵⁾. El supuesto de hecho es que existan elementos que justifiquen la sospecha de que se hayan producido irregularidades o infracciones graves a la ley o a los estatutos de la sociedad⁽¹¹⁶⁾. Las auditorías especiales no solo tienen una función de esclarecimiento, sobre todo en los aspectos del grupo de la sociedad,

(108) WERDER Axel v. y J. GRUNDEL. *Óp. cit.*; pp. 635 y siguientes, 648.

(109) *Infra* 3.3.1.2.

(110) BGHZ 135; p. 244, caso ARAG /J. Garmenbeck; HENZE, H. En: *Neue Juristischen Wochenschrift* (NJW). 1998; p. 3309.

(111) Fundamento d. de la sentencia con las restricciones correspondientes.

(112) Fundamento d. segundo párrafo de la sentencia.

(113) GOETTE, W. Haftung. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 713 y siguientes; los comentarios al artículo 93 AktG. En: *Groß Kommentar zum AktG*. 4ta. edición. Reimpresión 1999/2006/2008. En: HÜFFER, Uwe. *Aktiengesetz*. 9na. edición. Múnich: C.H. Beck, 2010; En: *Münchener Kommnetar zum AktG*. 3ra Edición. 2008; En: SCHMIDT, K. y M. LUTTER. 2da. edición. 2010; En: SPINDLER, G. Spindler y E. STILZ. *Kommentar zum Aktiengesetz*. 2da. edición. 2010.

(114) Por ejemplo, sentencia OLG Düsseldorf de fecha 9 de diciembre de 2009 IKB; FLEISCHER, H. En: *Neue Juristischen Wochenschrift* (NJW). 2010; p. 1504; SPINDLER, G. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2010; p. 281.

(115) BORK, R. *Sonderprüfung, Klageerzwingung*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 743 y siguientes.

(116) Artículo 142 II 1 último enunciado AktG; además hay otros dos tipos de auditoría especial (*Sonderprüfung*), por subvaloración, regulada en el artículo 258 AktG, y a nivel de conglomerado, regulado en el artículo 315 AktG.

(117) BORK, R. *Óp. cit.*; p. 745.



Klaus J. Hopt

sino que a menudo brindan los argumentos de las pretensiones de resarcimiento o indemnización por daños y perjuicios. Sin embargo, las auditorías especiales se realizan raramente en la práctica, pero igual tienen un labor preventiva importante⁽¹¹⁷⁾.

3.3. Publicidad y Auditores

3.3.1. Transparencia, divulgación y auditoría como requisitos previos para un buen Gobierno Corporativo

Transparencia y divulgación son, a pesar de algunas opiniones teóricas y prácticas, instrumentos fundamentales del Derecho de Sociedades y del mercado de capitales, y especialmente del Gobierno Corporativo⁽¹¹⁸⁾. La publicidad (*disclosure*) permite disminuir la asimetría informativa entre la administración de la sociedad y los accionistas y otros grupos que tienen interés en la situación económica y en el desempeño de la sociedad. Así, la publicada fortalece la autonomía privada, apoya a los mecanismos del mercado con mejor información sobre la situación de la sociedad y tiene también dos ventajas regulatorias importantes⁽¹¹⁹⁾. En primer lugar, el principio de publicidad, en comparación a la norma imperativa, es el mecanismo de regulación menos drástico y más relacionado al mercado. En segundo lugar, la transparencia y la publicidad facilitan a menudo los elementos básicos para la imputación de responsabilidad por parte del sector privado y para la intervención del regulador y otras instituciones públicas. Tradicionalmente se encuentra en primer plano la publicidad de la rendición de cuentas⁽¹²⁰⁾. La publicación anual de los estados financieros en Alemania es por tradición conservadora y orientada a los acreedores, pero una reciente

ley (*Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz*) de 2009⁽¹²¹⁾ ha modernizado a fondo los principios jurídicos para la elaboración de los estados financieros (*Bilanzrecht*) en Alemania. Por otro lado, el mercado de capitales está orientado a la contabilidad bajo las *International Financial Reporting Standards* (IFRS), las cuales se encuentran hoy a la vanguardia en todo el mundo y debido a las exigencias de la Unión Europea se aplicarán a los grupos de sociedades domiciliados en algún estado miembro, pero sólo exigidas después que el Parlamento Europeo llevó a cabo su aprobación (*Endorsement-Prozess*)⁽¹²²⁾. A raíz de la crisis financiera, en particular, la contabilidad *mark to market* de las IFRS ha sido objeto de crítica. También es cuestionable, como será en el futuro la publicidad de las Pequeñas y Medianas Empresas (en adelante, PYME) después que el *International Accounting Standards Board* adoptó hace poco medidas para las PYME en las IFRS, las cuales se contraponen con las recién modernizadas normas de contabilidad en Alemania. Además de la publicidad de la rendición de cuentas, hay muchos otros deberes de divulgación como la publicación de las remuneraciones de los miembros del Directorio⁽¹²³⁾, del folleto de emisión y de la información *ad hoc*, de la estructura de las participaciones en la

- (118) KRAAKMAN, K. *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*. En: FERRARINI, G y otros (compiladores). *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: 2004; p. 95; HOPT, Klaus J. *Disclosure Rules as a Primary Tool for Fostering Party Autonomy – Observations from a Functional and Comparative Legal Perspective*. En: GRUNDMANN, S. y otros (compiladores). *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*. Berlín/Nueva York: 2001; p. 246; SCIERANSKI, M. *Prognosepublizität börsennotierter Aktiengesellschaften*. Baden-Baden: 2010.
- (119) HOPT, Klaus J. *Aktienrecht unter amerikanischem Einfluss*. En: HELDRICH y otros. *Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag*. Volumen II. Múnich: Beck, 2007; pp. 105-107 y siguientes.
- (120) PELLENS, B. y A. STRZYZ. *Rechnungslegung von Unternehmen und Konzernen*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER, (compiladores). *Op. cit.*; pp. 533 y siguientes.
- (121) *Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts – Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) del 25 de junio de 2009*. Publicada en el *Bundesgesetzblatt Jahrgang 2009 primera parte* (BGBl. I). No. 50; p. 1102.
- (122) MERKT, H. *Einführung in die IFRS-Rechnungslegung und Kommentierung*. En: BAUMBACH, A. y Klaus J. HOPT. *HGB*. 34ta. edición. Múnich: Beck, 2010; Einl. Ver artículo 238 Rn 111-218; también en Rn 187 un resumen de los IFRS, IAS, IFRIC y SIC - Interpretaciones y sus *Endorsement*.
- (123) *Supra* 3.1.3.
- (124) CROMME, G. y J. CLAASEN. *Unternehmenskommunikation als Element der Corporate Governance*. En: HOMMELHOFF

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

sociedad y de las OPA. También es destacable el informe del Gobierno Corporativo de sociedades inscritas en la Bolsa de Valores, recomendado por los *High Level Group of Company Law Experts* y que ha introducido la Directiva de Reforma de Aspectos Contables de 2006.

La publicidad debe informar adecuadamente, y en ese sentido, contribuir a la confianza de los accionistas y del mercado. Esto incluye ciertamente también una buena comunicación institucional en la Junta General de Accionistas, en los informes anuales y provisionales, a través de la prensa y el internet, así como en las conferencias y *Roadshows*⁽¹²⁴⁾. Tan importante como esto, que la sociedad debe poder mejorar, es la confianza en la fiabilidad de la información publicada y que la misma sea confirmada por expertos independientes y externos. Por ello, la publicidad y la auditoría se conciben juntas. Hoy, el estándar mínimo de Gobierno Corporativo exige que los estados financieros anuales, y cualquier otra información divulgada, sean auditadas por expertos independientes y externos⁽¹²⁵⁾. A esto se añade el *enforcement* de la rendición de cuentas, conformado, en Alemania, por dos etapas: la primera, de forma privada, realizada por el departamento alemán de rendición de cuentas (*Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung*) y, cuando sea necesario, de forma pública a cargo de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*)⁽¹²⁶⁾. A raíz de la crisis financiera, la auditoría de la rendición de cuentas y el marco normativo para las autoridades alemanas y para los auditores externos han sido objeto de discusión.

Por ello, la Comisión Europea ha iniciado, en Octubre de 2010, un debate sobre las políticas de regulación, del cual todavía no es seguro determinar a donde nos conducirá⁽¹²⁷⁾.

3.3.2. La autorregulación y la supervisión estatal del Gobierno Corporativo

La autorregulación a través de los participantes y en el mercado (basado en el modelo de Gran Bretaña y la tendencia del código del Gobierno Corporativo) es internacionalmente un elemento central del Gobierno Corporativo. La conexión de esto con el DCGK se ha explicado antes en detalle⁽¹²⁸⁾. La autorregulación funciona, pero al final requiere al menos de la posibilidad de la intervención del Estado mediante investigaciones y sanciones⁽¹²⁹⁾. La autorregulación y la supervisión del Estado son en el ámbito del Gobierno Corporativo sólo en la teoría modelos alternativos supervisión. El Gobierno Corporativo de una sociedad industrial moderna y orientada al mercado no puede basarse solo en la ley y la supervisión del Estado, sino que debe emplear el *expertise* de las sociedades, así como su autocontrol y sus mecanismos internos de solución de conflictos. No es posible establecer en forma general cómo debe configurarse la relación entre ambos. Como resultado de la crisis

, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 603 y 619 y siguientes.

(125) MATTHEUS, D. *Die Rolle des Abschlussprüfers in der Corporate Governance*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 563 y siguientes; BÖCKING, H.-J. y M. GROS. *Internationalisierung der Rechnungslegung und Corporate Governance*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 413.

(126) SCHEFFLER, E. *Enforcement der Rechnungslegung*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 653 y siguientes.

(127) COMISIÓN EUROPEA. *Libro verde: Política de auditoría: lecciones de la crisis*. Publicado el 13 de octubre de 2010. Bruselas; COM(2010) 561 final; AK BILANZRECHT HOCHSCHULLEHRER RECHTSWISSENSCHAFT. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2011; p. 176; DAV-HANDELSRECHTSAUSSCHUSS. En: *Ídem.*; p. 16; IDW. En: FN. 2011; p. 3; MPI-ARBEITSGRUPPE. En: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (ZIP). 2011 (en imprenta).

(128) *Supra* 1.3.

(129) MERKT, H. *Selbstkontrolle und Staatsaufsicht bei der Corporate Governance*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 683 y siguientes.

(130) Signos de esto son el aumento considerable de los niveles de dotación de personal registrado por el *Bundesanstalt für*



Klaus J. Hopt

financiera está cambiando esta relación hacia una mayor supervisión del Estado con más leyes y sanciones, tanto penales como administrativas, a nivel nacional y europeo⁽¹³⁰⁾. Esto se debe a la crisis financiera y no debería influir en la normalidad después de la crisis.

4. Ámbitos especiales del Gobierno Corporativo, en especial el Gobierno Corporativo de los Bancos: El manual

4.1. Ámbitos especiales del Gobierno Corporativo

El debate nacional e internacional del Gobierno Corporativo ha estado orientado por un largo tiempo principalmente a las sociedades inscritas en la Bolsa de Valores. También los códigos de Gobierno Corporativo de distintos países se han centrado en estas sociedades. De forma paradigmática, el DGCK establece en su preámbulo: “El Código está dirigido principalmente a las sociedades inscritas en la Bolsa de Valores. También se recomienda a las sociedades no inscritas en la Bolsa de Valores”⁽¹³¹⁾. Sin embargo, prevaleció la opinión de que la regla *one size fits all* no era aplicable aquí, sino que debían existir más reglas para los ámbitos especiales

del Gobierno Corporativo. Por ello, existen reglas especiales de Gobierno Corporativo para sociedades familiares no inscritas en la Bolsa de Valores⁽¹³²⁾; para distintas formas societarias como la *Societas Europaea* (SE)⁽¹³³⁾; para grupos de sociedades a nivel nacional e internacional⁽¹³⁴⁾; para empresas públicas (*Public Corporate Governance*)⁽¹³⁵⁾; y, recientemente, para las sociedades sin fines de lucro y las Fundaciones⁽¹³⁶⁾.

4.2. Gobierno Corporativo de los Bancos

4.2.1. Recientes reformas en Gran Bretaña y a nivel europeo

Que la problemática del Gobierno Corporativo de los Bancos y otras instituciones financieras es particularmente compleja y requiere de reglas especiales, es un aspecto conocido en la literatura especializada y en la práctica desde hace ya algún tiempo⁽¹³⁷⁾. Pero a raíz de la crisis financiera ha vuelto a saltar a la vista. Esto produjo una amplia producción

Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) a finales de 2010, y en el ámbito europeo, la nueva arquitectura de los mercados financieros. Cfr. HOPT, Klaus J. En: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (NZG). 2009; p. 1401; WYMEERSCH, E. En: *European Company and Financial Law Review Special* (ECFR). 2010; p. 240; MÜLBERT, P. O. En: *JuristenZeitung* (JZ). 2010; pp. 834-836 y siguientes; NOBEL, P. *Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards*. 3ra. Edición. Berna: 2010, artículos 3 (internacional) y 4 (EU). Sobre la crisis económica desde una perspectiva económica, RUDOLPH, B. En: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* (ZGR). 2010; p. 1.

(131) DCGK. Preámbulo Tz. 1 penúltimo párrafo.

(132) BETTERMAN, P. y O. HENERIC. *Corporate Governance in börsenfernen Familiengesellschaften*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 883 y siguientes.

(133) HEMELING, P. *Die Corporate Governance der Societas Europae (SE)*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 769 y siguientes.

(134) KLEINDIEK, D. *Konzernstrukturen und Corporate Governance: Leitung und Überwachung im dezentral organisierten Unternehmensverbund*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 787 y siguientes; WINDBICHLER, C. *Corporate Governance internationaler Konzerne unter dem Einfluss kapitalmarktrechtlicher Anforderungen*. En: *Idem.*; pp. 825 y siguientes.

(135) BUDÁUS, D. y D. HILGERS. *Public Corporate Governance*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER, (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 883 y siguientes.

(136) HOPT, Klaus. J. y T. VON HIPPEL (compiladores). *Comparative Corporate Governance of Non-Profit Organizations*. Cambridge: 2010.

(137) WOHLMANNSTETTER, G. *Corporate Governance von Banken*. En: HOMMELHOFF, P.; Klaus J. HOPT y Axel v. WERDER (compiladores). *Óp. cit.*; pp. 905 y siguientes; en la 1ra. edición del Manual de 2003 fue un aporte que no se incluyó; MÜLBERT, P. En: *European Business Organisation Law Review* (EBOR). No. 10. 2009; p. 411; MÜLBERT, P. *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*. ECGI Law Working Paper No. 130/2009 (Versión abril de

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional *Corporate Governance: national and international discussion*

monográfica, en especial la publicación de manuales, los cuales han generado diversas discusiones y problemas, pero parece que por lo menos hasta ahora este fenómeno no se ha reflejado en Alemania. Este vacío es particularmente evidente cuando, en noviembre de 2009, en Gran Bretaña se publicó el informe de Sir David Walker sobre Gobierno Corporativo de los Bancos y otras instituciones financieras del Reino Unido⁽¹³⁸⁾, el cual ha sido incluido con algunas modificaciones en los informes del *Financial Reporting Council* y en el *UK Corporate Governance Code*⁽¹³⁹⁾, y cuando, el 2 de junio de 2010, la Comisión Europea presentó también el Libro Verde Gobierno Corporativo en Instituciones Financieras y Políticas de Remuneraciones y solicitó se tome postura al respecto⁽¹⁴⁰⁾.

Esta publicación se ha enfocado en 8 aspectos problemáticos: (i) consejo de Administración; (ii) atribuciones que involucran un riesgo relevante; (iii) Auditores externos; (iv) Supervisores estatales; (v) accionistas; (vi) la aplicación efectiva en la práctica de los principios del Gobierno Corporativo; (vii) remuneración; y, (viii) conflictos de intereses. Este Libro Verde no solo plantea las cuestiones fundamentales del Gobierno Corporativo y la regulación de las instituciones financieras, sino también presenta muchas otras cuestiones actuales. Por eso se prevé que la Comisión presentará en 2011 una serie de propuestas legislativas inicialmente para las instituciones financieras y también, de forma

más problemática, para todas las sociedades que están inscritas en la Bolsa de Valores, y posiblemente también para otras sociedades.

4.2.2. Diez principios del Gobierno Corporativo de instituciones financieras⁽¹⁴¹⁾

- a) El Gobierno Corporativo trata de la dirección y el control de la sociedad (Cadbury, High Level Group, Plan de acción). Esto se aplica también a las instituciones financieras, pero el Gobierno Corporativo sirve aquí no sólo a los accionistas, sino también a los depositantes.
- b) Para las sociedades son importantes tanto el control interno como el externo (Mercado de control societario, Decimotercera Directiva). Desde la perspectiva de la supervisión prudencial de los Bancos se prioriza el control interno.
- c) Las debilidades del Gobierno Corporativo de las instituciones financieras, así como la Comisión Europea, han sido una causa

2010); MÜLBERT, P. En: (ZHR). No. 147. 2010; p. 375; HOPT, Klaus J. *Corporate Governance von Banken – Überlegungen zu den Grundsätzen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht vom Februar 2006*. En: HABERSACK y otros. *Festschrift für Gerd Nobbe*. Colonia: RWS, 2009; p. 853; WITTIG, A. En: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* (WM). 2010; p. 2337; BECHT, M. *The Governance of Financial Institutions in Crisis*. En: GRUNDMANN y otros (compiladores). *Markt, Unternehmen und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*; p. 1615.

(138) WALKER, David. *A Review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final recommendations*. Publicado el 26 de noviembre de 2009. Véase: http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm. Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Principles for enhancing corporate governance*. Publicado en octubre de 2010; Informes del OECD de junio de 2009 y febrero de 2010.

(139) FINANCIAL REPORTING COUNCIL. *The UK Corporate Governance Code*. Publicado en junio de 2010. Para una comparación entre dicho Code y el DCGK, véase, MÜLBERT, P. En: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* (ZHR). No. 147. 2010; pp. 375-380 y siguientes.

(140) COMISIÓN EUROPEA. *Libro verde: Gobierno Corporativo en las instituciones financieras y las políticas de remuneración*. Publicado el 2 de junio de 2010. Bruselas: COM (2010) 284 final. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. *Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices*. SEC (2010) 669.

(141) Estos principios fueron presentados por el autor en la conferencia internacional e interdisciplinaria organizada por E. Wymeersch, G. Ferrarini y Klaus J. Hopt *Financial Regulation and Supervision in the New Financial Architecture*, en Taormina, el 20 y 21 de mayo de 2010. HOPT, Klaus J. *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*. En: FERRARINI, G.; Klaus J. HOPT y E. WYMEERSCH (compiladores). *Financial Regulation and Supervision: Times of Crisis*. Oxford University Press (en imprenta para el 2012).

(NT5) Del latín *desiderata*, se puede traducir como "cosas deseadas".



Klaus J. Hopt

principal de la crisis financiera. En efecto, existieron falta de incentivos en las política de remuneraciones y deficiencias en los Directorios y Consejos de Vigilancia (Especialmente, pero no sólo en los Bancos Regionales), en la gestión de riesgos y en los controles internos. También existieron estructuras de Bancos complejas y poco transparentes. A pesar que estas debilidades jugaron un rol en la crisis, existieron también otras causas, algunas más importantes.

- d) La protección del accionista y del ahorro del público tutelan en parte a intereses idénticos y en parte a intereses opuestos. La administración podría inclinarse a arriesgar al final de su gestión en la medida que su remuneración final se vincula a la cotización de las acciones. Los accionistas son proclives a inclinarse por el rendimiento, y en ese sentido, por el riesgo. Los acreedores y el Consejo de Vigilancia son contrarios a la aversión al riesgo, primero se interesan por el cumplimiento de las obligaciones, y al final por la estabilidad financiera y por la prevención de crisis sistémicas. La Comisión Europea puede esperar muy poco de los accionistas con relación al Gobierno Corporativo de instituciones financieras.
- e) El fondo de seguro de depósitos y el rol del Estado como prestamista de última instancia, a nivel nacional como europeo, son instrumentos ambivalentes. Ambos inducen al riesgo y a las malas conductas, pero son, al mismo tiempo, indispensables para la protección del ahorro del público y la prevención de crisis sistémicas. El equilibrio depende de las circunstancias.
- f) Las reformas generales del Gobierno Corporativo son poco adecuadas para el Gobierno Corporativo de instituciones financieras. La cogestión del trabajador no beneficia a los depositantes. La participación de los depositantes o del Fondo de seguro de depósitos en el Consejo de Vigilancia es también cuestionable. Los deberes y la responsabilidad de los miembros del Directorio y del Consejo de Supervisión son suficientes de *lege lata*, el problema es su aplicación. Pero, a raíz de la crisis financiera se han planteado numerosos procesos de indemnización de daños y perjuicios. En instituciones financieras con participación
- del estado existen problemas más graves (Modelo de negocio, Conformación de órganos de administración).
- g) La ampliación de la supervisión en las instituciones financieras, en particular a nivel europeo, promete más. Se ha discutido una reforma estructural para el Consejo de Vigilancia y los bancos: Consejos de Supervisión obligatorios en todas las instituciones financieras como en Suiza y Bélgica, la creación de una comisión de riesgos separada e independiente (*chief risk officer* o CRO); medidas contra estructuras bancarias complejas y opacas (*too big to fail*); perspectiva grupal del Gobierno Corporativo para *Holdings* y las sociedades subordinadas. La cuota femenina y el Corporate Social Responsibility son cuestiones con arraigo en el público en general, pero secundarias. Pero, en todo caso los requerimientos de supervisión a la organización interna del Banco, a la gestión del riesgo, al control interno y a la auditoría son siempre necesarios.
- h) En última instancia, todo depende de las personas. Los requisitos determinados para conformar el Consejo de Vigilancia deben orientarse sobre todo al perfil y a las labores a realizar. Internacionalmente, se prefieren miembros independientes no ejecutivos (*independent non-executive directors*, NED) para solucionar la conformación, y en general todos los conflictos. Pero, la experiencia tras la crisis financiera y los recientes estudios empíricos muestran que las habilidades y la experiencia son factores tan importantes como la independencia. La línea de carrera, la capacitación y la formación continua, así como la evaluación externa, son por lo tanto *Desiderata*^(NT5), las cuales

Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional
Corporate Governance: national and international discussion

debe vigilar la supervisión prudencial y cuyo cumplimiento debe ser exigido.

- i) Por otro lado, la prueba de idoneidad (*fit and proper*) de la administración y los accionistas mayoritarios debe exigirse, así como la eliminación de incentivos perversos en la remuneración de directores, supervisores y ejecutivos. Asimismo, debe añadirse una orientación a largo plazo, así como la participación de los accionistas en la determinación de la remuneración (*say on pay*). Un alto porcentaje de excedentes se pierden, pero el Banco tiene esa prerrogativa, siempre que esto se cubra con fondos provenientes de impuestos.

- j) En todos estos aspectos la Comisión Europea de Instituciones Financieras debe reflexionar bien; sin embargo, no podrán ser aplicados fácilmente a todas las demás sociedades. Ciertamente, pueden existir problemas con la prevención de riesgos y con el perfil, la práctica y la remuneración del Directorio y el Consejo de Vigilancia. Sin embargo, la supervisión de estas sociedades, como los bancos, escapa fuera de nuestro sistema (con excepción de la supervisión del mercado de capitales). También el alcance del Gobierno Corporativo de instituciones financieras a todas las sociedades, como lo propuesto por el Libro Verde, es un error. Esto produciría una sobrerregulación y afectaría el desempeño de los mercados. 