

La maximización del valor accionario y el gobierno corporativo

Por Lorena R. Schneider. Premio mejor Ponencia por la Contribución al Desarrollo y Modernización del Mercado de Capitales”, en el XII Congreso Argentino de Derecho Societario y VIII Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, “El Derecho Societario y la Empresa en el Tercer Milenio”, otorgado el 27 de septiembre de 2013. Publicado en Tomo III, LA LEY, “Las Sociedades Anónimas Abiertas. Cuestiones interdisciplinarias”, p. 149 a 159.

SUMARIO: 1.- Introducción.- 2.- Las reglas del juego corporativo y el “interés social”. Los intereses contrapuestos.- 3.- La maximización del valor accionario y la administración social.- 4.- Consideraciones Finales.-

1. Introducción.

La globalización, ha sido una exacerbación de la tendencia histórica de las empresas hacia la actuación en ámbitos territoriales multinacionales, lo que supone un cambio de dimensión de problemas ya conocidos¹, junto con la de otros nuevos². La magnitud de las empresas ha alcanzado en algunos casos, una enorme trascendencia que permite considerar con fundamento, que sus administradores sociales tienen un poder económico que excede del correspondiente de los gobernantes de determinados Estados. Sus inversiones pueden, por sí solas, condicionar el futuro de regiones enteras, lo que vale tanto en épocas de bonanza, como en las de crisis. Se ha producido con ello, el surgimiento y aplicación de un nuevo conjunto de criterios de gestión propios dado en llamar justamente *corporate governance*, expresión anglosajona utilizada por la literatura especializada para referirse al conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de que cada uno de ellos reciba lo que es justo.

Dado que la sociedad cotizada es el tipo que acoge a las grandes empresas, es en su seno en donde se advierten con mayor nitidez, los *intereses contrapuestos* entre distintos grupos de sujetos y, asimismo, entre los pertenecientes a un mismo grupo³. Así, el *corporate governance*, implica una profunda revisión de los presupuestos, a partir de los que debe ordenarse la sociedad anónima y, en consecuencia, un auténtico replanteamiento de sus conceptos básicos. El *interés social*, es uno de ellos, que se ve afectado por la revisión de los fundamentos de la sociedad anónima que provoca regularmente las crisis de mayor o menor dimensión, producidas en los mercados y en las empresas, más desarrollados⁴. Podría decirse entonces, que la teoría del buen gobierno corporativo de las sociedades mercantiles, procura lograr mecanismos que garanticen una mayor participación de los inversores, en el proceso de la toma de decisiones y del control de la gestión societaria, exigiendo asimismo, que los administradores sociales actúen conforme al *standard* del *buen hombre de negocios* (*deber de lealtad* y *deber de diligencia*). El objetivo, por ende es lograr que una sociedad cotizada genere un adecuado marco de confianza en los inversores, que se traduzca en un correcto desarrollo y funcionamiento de la economía del mercado.-

2. Las reglas del juego corporativo y el “interés social”. Los intereses contrapuestos:

¹ OLIVENCIA, RUIZ, M, “Nacionalidad e internacionalidad del derecho mercantil”, Sevilla, 1993.

² FARIA, J, E, “El derecho en la economía globalizada”, Madrid, 2001, p. 33 y s.s.

³ SANCHEZ- CALERO GUILARTE, J, “El interés social y los varios intereses presentes en la S.A. cotizada”, RDM, n° 246, P. 1653 Y S.S. citando a JAEGUER, V, “L’interesse sociale rivisitato” (quarant’anni dopo), Giur Comm, 2.000, p. 798.

⁴ SAN SEBASTIAN, F, “El gobierno de las sociedades cotizadas y su control”, Madrid, 1996, p. 69.

La teoría del buen gobierno corporativo comprende un conjunto de respuestas dadas por entidades estatales y paraestatales, que advirtieron que la actuación societaria tiende, no pocas veces, a demostrar comportamientos abusivos por parte de quienes ejercen el poder societario, aquellos encargados de llevar a cabo de gestión social. El deber de fidelidad que los administradores sociales tienen hacia la *corporación*, implica el deber de no inmiscuirse en acciones ilegales, aún cuando estas resultaran en un beneficio para la sociedad. Así fue establecido en los “Principios de gobierno corporativo”, del *American Law Institute*, en la sección 2.01 b.1, donde se señala que, aún cuando no se alcancen ganancias para la sociedad y los socios, la *corporación* se encuentra obligada a actuar según las reglas legales. Lo dicho conlleva a distinguir inevitablemente entre *interés social* y *maximización del valor accionario*. Puede ocurrir que un administrador logre crear este mayor valor para los socios, pero a través de prácticas ilegales, lo que a pesar de haber creado beneficio, viola directamente el *interés social* comprometido. Se quebranta así, el deber de lealtad, generándose en consecuencia, la responsabilidad de carácter personal hacia el administrador.

Frente a ello, surge una *necesidad práctica* de deber cumplir con las *reglas del juego corporativo*, establecidas en las leyes. El concepto de *crear valor* y la relación entre el deber de lealtad y el *interés social*, fue desarrollado por la jurisprudencia estadounidense para juzgar la conducta debida por los administradores a partir del caso “*Revlon*”, resuelto por el Superior Tribunal de Delaware⁵. Por lo general, los tribunales de Delaware han seguido el llamado *criterio del juicio del hombre de negocios* (*business judgment*), reconocido por nuestra legislación en el art. 59 de la LSC para juzgar la diligencia de la conducta de los administradores societarios. La regla genérica que se sigue en el derecho estadounidense es que corresponde estar al juicio del hombre de negocios y no del tribunal, cuando se juzga respecto de la bondad de su gestión y los resultados para la empresa. Desde esta óptica, el concepto de interés comprometido deja de ser “estrictamente el social”, entendido para ellos, como interés empresario.

La expansión de la *creación de valor* al hilo del movimiento del *corporate governance*, obedece a la especial aptitud de esa idea para la orientación de la administración de las sociedades cotizadas. No se trata de una orientación exclusivamente conducida a los administradores, sino que apunta de modo directo a la relación entre éstos y los inversores⁶. Es la satisfacción de los intereses de éstos por parte de aquellos, la que inspira esa teoría, que enlaza con la noción de *interés social*, por cuanto comienza con cuál es la *finalidad de la empresa*⁷. En consonancia, con Sánchez -Calero Guilarte⁸, “...reclamar de los administradores la creación de valor implica exigirles que el valor de la acción, expresado a través del mercado bursátil, reproduzca fielmente, el valor máximo que cabe atribuir al patrimonio de la sociedad...”. Esto ocurre, tanto para evitar inversiones poco rentables, como para lograr obtener el máximo valor posible. La existencia de una discrepancia entre el valor de la empresa y el valor de la acción, se convierte en factor de censura al administrador. El *diferencial del valor* a su invitación a la sustitución de los censurados, ya que una mala gestión en los intereses de los accionistas, hace vulnerable a la sociedad. Sin embargo, la defensa de los intereses de grupos distintos de los accionistas, no puede ser el argumento esgrimido para solicitar ayudas económicas o de otra índole, y luego ser descartado para volver la atención a la exclusiva consideración de los intereses de los accionistas⁹.

Por demás, desde el punto de vista de los mercados y las negociaciones bursátiles, en lo que hace a la construcción del concepto de *interés social*, siguen primando también aquí, los criterios político-económicos vigentes en cada Estado, con la consecuente traducción a la materia societaria, lo que

⁵ “*Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*”, 506 A2d- 173, Delaware, 1986.

⁶ RAPPAPORT, ALFRED, Ob. Cit. p. 19.

⁷ RAPPAPORT, ALFRED, Ob. Cit. p. 21.

⁸ SANCHEZ- CALERO GUILARTE, J, Ob. Cit.. p. 13.

⁹ SANCHEZ- CALERO GUILARTE, J, Ob. Cit.. p. 11.

lejos se encuentra del concepto de equidad. Probablemente sea entonces, esa conexión entre el concepto de *interés social* y la situación económica existente en cada ocasión, la que determine que, en buena medida, pueda decirse que las cosas no han variado con respecto a los planteamientos de los que partían las construcciones más clásicas entre nosotros: así, ante la noción del interés común y exclusivo a los accionistas, aparece el interés de la empresa¹⁰.

De esta manera, puede sostenerse sin vacilar, que no debe identificarse al *interés societario* con la idea de propagación del valor para el accionista¹¹. La necesidad de alinear los intereses convergentes¹² y contrapuestos de los diferentes grupos de interés afectados por la corporación, a fin de crear valor para los accionistas, debe considerarse como *objetivo fundamental de la sociedad*, más no como la idea de la creación de *interés social*. *El interés social* conlleva algo más que la creación de valor para los accionistas; debe proteger e integrar – además de los intereses de los accionistas- los de los otros sujetos que tienen relación directa con la actividad social de la sociedad (empleados, clientes o acreedores). Al mismo tiempo, debe protegerse el *valor social de la empresa, constituyéndose en un factor multiplicador de la economía*, con basamento en los derechos amparados por la Constitución Nacional¹³. Con ello, es dable advertir que, favorecer unos intereses, implicará siempre postergar otros. Para los accionistas, cualquier aplicación de resultados que beneficie a sujetos ajenos al capital supone una merma de su renta, actual o futura. En sentido opuesto, la atención a los intereses de los accionistas mediante la distribución de resultados o del patrimonio social supone desatender otros intereses vinculados con la actividad social. Es notorio que con gran frecuencia la contraposición de intereses es relativa, puesto que la inversión actual en favor de terceros puede, a medio o largo plazo, asegurar una rentabilidad mayor de la que serán los accionistas los únicos beneficiarios. Como también lo es que con idéntica asiduidad, los intereses de los accionistas coincidirán con los de sujetos ajenos a la sociedad.-

3. La maximización del valor accionario y la administración social:

Las sociedades cotizadas adoptaron, preponderantemente en los años 90, una clara opción a favor de la gestión que se orientaba hacia la creación o dación de valor a favor del accionista. La doctrina empresarial de la *creación de valor* se vio interrumpida de manera abrupta como consecuencia de algunas crisis empresariales que se entendían directamente generadas por aquella orientación o cuando menos, resultaron favorecidas por la general tolerancia hacia acuerdos y prácticas que se justificaban genéricamente por esa construcción de un mayor valor bursátil a favor del accionista. De tal manera que, en el momento actual, no parece erróneo afirmar que la *creación de valor* ha perdido gran parte de su pujanza y que *se acepta sólo en cuanto resulte compatible con otros criterios*. El movimiento a favor de una mejor determinación del buen gobierno corporativo provocó, entre otros muchos efectos, el intento de determinar – como dije- cuál debía ser el interés social en las grandes corporaciones y, en concreto, cómo debía de orientar la gestión de los administradores. Al exigir de éstos que debían de dar valor al accionista o maximizar ese valor se estaba, sobre todo, recuperando el concepto del *interés social* como el criterio rector de la gestión de la gran sociedad anónima. Al margen de los diversos estudios económicos o financieros que abordaban esa cuestión, en el plano jurídico no han sido muchas las contribuciones al respecto. Casi todas se insertan en el debate sobre el *corporate governance*¹⁴. En el plano jurídico la doctrina de la *creación de valor* conectaba con la discusión en

¹⁰ DUQUE, J, “*Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos (art. 61 LSA)*”, Valladolid, 1.957, p. 78 y s.s.

¹¹ BLAIR- STOUT, “*Trust trustworthiness, and the behavioral foundations of corporate law*”, p. 18.

¹² DOBSON, JUAN, I, “*Interés societario*”, ed. Astrea, 2.010. p. 354 y s.s.

¹³ FAVIER DUBOIS (H), *El gobierno corporativo y la tensión entre intereses dignos de tutela: la creación de valor para el accionista, el mantenimiento del valor para los acreedores y la utilidad social de la empresa para el desarrollo*, en EMBID IRUJO- VITOLLO, “*Sociedades Comerciales, Gobierno Corporativo*”, p. 123.

¹⁴ PAZ- ARES, CANDIDO, “*El gobierno corporativo como estrategia de la creación de valor*”, RDM N° 251, Madrid, 2.004, 15.

torno al *interés social* y lo hacía apuntando a la orientación a favor de su consideración como el interés exclusivo de los accionistas¹⁵. En virtud de ello y de lo expuesto anteriormente, no parece correcto entender que la *creación de valor* y la *responsabilidad social*, sean criterios antagónicos, ni en su irrupción, ni en el desarrollo posterior que ambos han registrado. Una y otra idea, guardan una evidente relación con el objetivo del buen gobierno corporativo y, en virtud de ello, se vinculan al concepto de interés social¹⁶. La *responsabilidad social* corporativa conlleva el desarrollo de políticas activas por parte de la empresa, en pos de lograr el bienestar común de la comunidad en general. Se expande de este modo, el espectro privado de interés de los accionistas para englobar el de la colectividad en su totalidad¹⁷. Esto ha devenido en la noción del *corporate citizenship* (ciudadanía corporativa), término que hace referencia a la intrincada relación entre la empresa con la comunidad, lo que implica un comportamiento activo por parte del ente societario en aras de la consecución de los diversos intereses que convergen en la comunidad¹⁸. El problema radica en la dimensión de las grandes sociedades que detentan un poder económico de tal naturaleza que obligan a analizar su actividad como fuente de conflictos, que exceden muchas veces los estrictamente económico-financieros, e ingresan en el ámbito de lo estrictamente social¹⁹. Una decisión de los administradores que implica la inversión de cantidades equivalentes al presupuesto de determinados Estados o, que apunta a modificar las relaciones de trabajo o, las condiciones de vida de decenas de miles de sus empleados es, obviamente, algo más que un acuerdo competitivo, cuyos efectos tendrán por cierto, un alcance extrasocietario. La cuestión que esa evidencia suscita para Sánchez-Calero Guilarte es doble: quien es el titular de ese poder de decisión y qué intereses deben ponderarse en su adopción. La doctrina de la *creación de valor* entiende, precisamente, que la primaria protección de los accionistas comportará otros beneficios para las demás partes involucradas en la empresa. Asimismo, la *creación de valor* orienta la actuación de los administradores hacia la tutela principal y directa de los intereses de los accionistas. Protección que debía verse reflejada de manera directa en la cotización bursátil de los accionistas respectivos.

Es dable señalar entonces, la necesidad de un *deber de concordancia práctica* que deberá lograrse entre los diferentes intereses convergentes en la *corporación*. Dicho deber de armonización de intereses se encuentran a cargo de los administradores sociales, quienes tienen la responsabilidad de la gestión de negocios de la *corporación*. Es así como, los administradores sociales deben perseguir siempre el “*interés social*” de manera de crear valor para el accionista, pero deben hacerlo administrando la empresa de modo legal y con integridad, siguiendo a Conte²⁰. Esto significa la observación, por parte de estos administradores, de un comportamiento socialmente responsable, que permita la *creación de valor* para los socios. Puede decirse entonces, que los administradores de sociedades cumplirán debidamente sus deberes en tanto y en cuanto actúen con la debida diligencia y lealtad requerida bajo el indicado, *stándar* de un *buen hombre de negocios*, desarrollando su conducta de manera de respetar la ley y los demás intereses comprometidos en la empresa²¹. Ello no significa asignarle a la sociedad fines altruistas o de bien común, de modo de convertir a los administradores en “encomendados platónicos”. Por el contrario, el objetivo fundamental de la sociedad resulta la maximización o propagación de beneficios para los socios. Esa propagación de beneficios se logrará,

¹⁵ ALFARO, AGUILA – REAL, “*Interés social y derecho de suscripción preferente*”, Madrid, 1.995, 53.

¹⁶ LIBRO VERDE, “*Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresa*”, Bruselas, 2.001, p. 4.

¹⁷ ETCHEVERRY, RAUL, A, “*El capital social y la responsabilidad social de las empresas*”, Ponencia IX Congreso Derecho Societario, Tucumán 2.004, t. III, p. 615.

¹⁸ GRAFF, J y SMALL, A, “*Theory of altruistic corporate social responsibility*”. *Economic Analysis & Policy*”, vol. 5, Berkeley.

¹⁹ SANCHEZ- CALERO GUILARTE, J, “*Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa*”, publicado en “Derecho de sociedades Anónimas cotizadas, 2.006, p. 10 y s.s.

²⁰ CONTE, GIUSEPPE, “*Codici etici e attività d’ impresa nel nuovo spazio del mercato globale*”, “*Contratto e Impresa*”, 2.006, n° 1, p. 108.

²¹ HOPT, KLAUS, “*Derechos y Obligaciones de la dirección de relación con la composición del accionariado*”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 209, p.868.

tomando las palabras de Richard, *mediante el desarrollo de una conducta responsable y bajo el estricto acatamiento de la legislación vigente.*

La nueva Ley 26.831, de Mercado de capitales, en lo que hace al Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, reproduce casi de modo idéntico, el contenido de las normas del derogado decreto 677/01, pero también efectúa modificaciones importantes, por ejemplo: en los contratos con partes relacionadas (art. 72), el concepto de monto relevante se limita únicamente a una relación porcentual con el patrimonio de la sociedad (1% según el último balance aprobado); En materia de estructura de los órganos societarios, el art. 79 obliga a que todos los miembros de la comisión fiscalizadora tengan el carácter de independiente, a la vez que permite que las sociedades en el régimen de oferta pública de acciones y con comité de auditoría, prescindan de la comisión fiscalizadora, etc. Asimismo, en lo que hace al Régimen de la oferta pública, se establecen sanciones –aunque excesivas- para el caso de que resultaren vulnerados los intereses de los accionistas minoritarios y/o tenedores de títulos valores sujetos a oferta pública, etc. No obstante, la nueva ley vulnera el normal desarrollo del mercado de capitales, en virtud de la excesiva – insisto- intervención del Estado que inconvenientemente establece, lo que deberá corregirse en lo inmediato.

Paz –Ares²² sostiene, que la adopción de buenas prácticas de *corporate governance*, es una estrategia apta para la *creación de valor*, y que empíricamente se demuestra que aquellas empresas que adoptaron y adhirieron a la teoría del gobierno corporativo, lograron los más altos rendimientos. Sin embargo, ni en países de Europa - entre ellos España- , ello ha sido logrado, como tampoco en nuestro país, donde, - se ha advertido-, se parte de una premisa falsa, consistente en creer que los mercados en los que se desempeñan las sociedades cotizadas, son de competencia perfecta y transparente. Pues bien, ello es falso, existen serias y abusivas desviaciones a las conductas esperadas (vg., contaminación ambiental, prácticas monopólicas, entre tantos otros). En virtud de ello, la teoría del buen gobierno corporativo resulta una condición necesaria para el desarrollo de los mercados bursátiles, pero no es suficiente, ya que el Estado deberá intervenir controlando esas desviaciones²³- pero- como dije- bajo las reservas efectuadas en párrafo anterior.-

4. Consideraciones finales:

A modo de valoración conclusiva, conviene advertir que, los mercados de capitales, requieren de un factor preponderantemente importante, como es la *confianza*, objetivo al que deberá acudir en lo inmediato el *corporate governance*, de modo de alinear los intereses de los *insiders* (equipo directivo y grupo de control) y con los intereses de los *outsiders* (accionistas minoritarios). Se trata de una tarea de decidida complejidad, encaminada a lograr compromisos serios por parte de las empresas. Como consecuencia de ello, la política legislativa en materia societaria, deberá reflejar dos órbitas de singular importancia, donde habrá de circundar el tema: la *competitividad* y la *eficiencia* de los mercados. Con ello, surge también, la necesidad de determinación del *interés social*- como un elemento *definido, acordado*-, comprensivo en esta órbita, no solo de los intereses de los accionistas sino de los demás sujetos vinculados de modo directo a la actividad social, que obligue a que aflore ese fundamento ideológico, en la orientación de lo que se concibe como una *actividad empresarial adecuada*.

De esta manera, los componentes de gestión de la organización, deberán contar con un adecuado enfoque de gobierno corporativo, guiados por la necesidad de adoptar un *deber de concordancia práctica* que deberá lograrse entre los diferentes intereses convergentes en la *corporación*, con miras a alcanzar un juego eficaz que permita promover relaciones responsables, colaborativas y constructivas entre roles y grupos claramente definidos y diferenciados, así como una adecuada definición de los derechos de los miembros de la dirección en la toma de decisiones.

²² PAZ-ARES, C, El Gobierno corporativo, ob. Cit.

²³ FUSHIMI, JORGE, F, *¿Sirven los códigos del buen gobierno?*. X Congreso de derecho societario, t. IV, p. 417.

Por demás, en consonancia con la doctrina mayoritaria, considero a la nueva ley de mercado de capitales, como un híbrido, porque en varias de sus partes, está vulnerando justamente a lo que aspira, desarrollar nuestro mercado local. La intervención del Estado en la economía, más allá de sus áreas de competencia específica y en lo que respecta a un mercado de capitales (vg. el control de legalidad de las emisiones de valores; la transparencia de operaciones de sus mercados; la protección de los inversores y la evitación de los riesgos sistémicos), afecta el normal funcionamiento de los mercados; desalienta la inversión privada; aleja a los inversores y encarece el crédito.

El progreso en la materia, exige entonces, de *serios* y *decididos* impulsos institucionales, despojados de conveniencias políticas y, fundamentalmente destinados a regularla eficazmente, con atribución de derechos a los accionistas minoritarios; mejora de las medidas de transparencia; regulación apropiada al órgano de directorio; mayor participación de los inversores, en el proceso de la toma de decisiones y del control de la gestión societaria, etc, lo que redundara no solo en beneficio de estos últimos, sino también en beneficio de la sociedad, permitiendo elevar la cotización bursátil y asimismo, favoreciendo la captación de capitales. Facilitara también, someter los planes de opciones sobre acciones al control de los accionistas y además por hacer que éstos supongan un compromiso a largo plazo con la rentabilidad de la sociedad.-

Bibliografía consultada:

1. ALFARO, AGUILA -REAL, JESUS, “*Interés social y derecho de suscripción preferente*”, Madrid, 1.995, p. 53;
2. BLAIR- STOUT, “*Trust, trustworthiness, and the behavioral foundations of corporate law*”, p. 18;
3. BRATTON- WACHTER, *Shareholder primacy’s corporatist origins*, p. 16;
4. CONTE, GIUSEPPE, “*Codici etici e attività d’ impresa nel nuovo spazio del mercato globale*”, “*Contratto e Impresa*”, 2.006, N° 1, p. 108;
5. DOBSON, JUAN, I, “*Interés societario*”, ed. Astrea, 2.010. p. 354 y s.s.;
6. DUBOIS, FAVIER, (H), *El gobierno corporativo y la tensión entre intereses dignos de tutela: la creación de valor para el accionista, el mantenimiento del valor para los acreedores y la utilidad social de la empresa para el desarrollo*”, en EMBID IRUJO- VITOLO, “*Sociedades Comerciales, Gobierno Corporativo*”, p. 123;
7. DUQUE, J, “*Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos (art. 61 LSA)*”, Valladolid, 1.957, p. 78 y s.s.;
8. ESTEBAN VELASCO, G, “*El poder de decisión en las sociedades anónimas*”, Madrid, 1.982 y, “*Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa*”, Castellón, 2005, 43 y ss. y EMBID, 2.004, 24-28;
9. ETCHEVERRY, RAUL, A, “*El capital social y la responsabilidad social de las empresas*, Ponencia IX Congreso Derecho Societario, Tucumán 2.004, t. III, p. 615;
10. FARIA, J, E “*El derecho en la economía globalizada*”, Madrid, 2001, p. 33 y s.s.;
11. FUSHIMI, JORGE, F, “*¿Sirven los códigos del buen gobierno?*. X Congreso de derecho societario y VI Iberoamericano, t. IV, Ed. Advocatus, Córdoba, 2.007, p. 417;
12. GRAFF, JOSHUA y SMALL, ARTHUR, “*Theory of altruistic corporate social responsibility*”. *Economic Analysis & Policy*, vol. 5, p. 1369 y s.s., Berckley;
13. HOPT, KLAUS, J, “*Derechos y Obligaciones de la dirección de relación con la composición del accionariado*”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 209, p.868;
14. LIBRO VERDE, *Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresa*, Bruselas, 2.001, p. 4.
15. OLIVENCIA, RUIZ, M, “*Nacionalidad e internacionalidad del derecho mercantil*”, Sevilla, 1.993 y,
16. PAZ- ARES, CANDIDO, “*El gobierno corporativo como estrategia de la creación de valor*”, RDM N° 251, Madrid, 2.004, p. 15.-

17. RAPPAPORT, ALFRED, “*La creación de valor para el accionista. Guía para inversores y directivos*”, Bilbao, 1.998, p. 19 y s.s.;
18. SANCHEZ- CALERO GUILARTE, J, “*El interés social y los varios intereses presentes en la S.A. cotizada*”, RDM, N° 246, p. 1653 Y S.S. citando a JAEGUER, V, “*L’interesse sociale rivisitato*” (quarant’anni dopo), Giur Comm, 2.000, p. 798;
19. SANCHEZ- CALERO GUILARTE, JUAN, “*Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa*”, publicado en “Derecho de sociedades Anónimas cotizadas, 2.006, p. 10 y s.s.;
20. SAN SEBASTIAN, FEDERICO, “*El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*”, Madrid, 1996, p. 69;