

EL CASO ESPAÑOL **Luces y sombras**
en el gobierno de la empresa

JOSÉ MARÍA LÓPEZ DE LETONA Y NÚÑEZ DE PINO



EL CASO ESPAÑOL Luces y sombras en el gobierno de la empresa

José María López de Letona y Núñez del Pino

Septiembre 2003

La situación en la que se encuentra hoy el gobierno de la empresa en España se comprenderá mejor si se recuerda, aunque sea muy brevemente, su evolución en los últimos años. El repaso de su trayectoria en los últimos veinte años enseña cómo hay hechos que se repiten tozudamente a ambos lados del Atlántico, en casos que siempre son muy semejantes. Mi intención al redactar estas líneas es contribuir a divulgar, entre el público no especialista, algunos aspectos de un tema que preocupa mucho a la opinión pública y que puede tener muy graves consecuencias para los pequeños inversores, si no se regula adecuadamente.

La experiencia anglosajona

El final de la "gran depresión" de 1929 propició en EE.UU. las primeras reflexiones sobre el modo de dirigir las empresas. La creciente dimensión de las grandes compañías y su mayor complejidad obligan a los Consejos a delegar en la alta dirección la gestión del día a día, delegación que acaba provocando diferencias crecientes entre los objetivos de los gestores y los deseos de los accionistas. Conseguir el mayor beneficio en el menor tiempo posible es una constante en la vida las sociedades mercantiles. La separación entre propiedad y gestión, con el conflicto de intereses que supone la distribución de los fondos generados por la empresa, fue desde el primer momento, uno de los principales problemas del gobierno de la empresa.

En octubre de 1987 se publica el Informe Treadway ¹, que había estudiado durante dos años los fraudes en la información fiscal que se estaban produciendo, para identificar sus causas y proponer medidas que trataran de evitarlos. El Informe, que escandaliza y causa una gran impresión, recomienda a la S.E.C. (Security Exchange Commission) que obligue a todas las sociedades cotizadas a constituir una Comisión de Auditoría en el seno de los Consejos de Administración para controlar mejor esas situaciones de fraude.

En 1991 se produce en Londres la quiebra del Bank of credit and Commerce International (E.C.C.I) y el escándalo del "affaire Maxwell", junto a otros casos con menor resonancia en la

¹ 1 Treadway Jr.. James C.(1987).Report on fraudulent financial reporting.
National Commission on Fraudulent Financial Reporting. U.S.A.

opinión pública. De "nuevo, los escándalos re activan el interés por el gobierno de la empresa, aunque las causas no son nuevas. La Bolsa de Londres junto a otras instituciones, preocupadas también por las negativas consecuencias que la crisis pudiera originar a la reputación de Londres como primer centro financiero de Europa, constituye el "Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance"² que presidido por Sir Adrian Cadbury, publicará el informe que lleva su nombre en diciembre de 1992, al que seguirán en años sucesivos varios más en otros países.

La última conmoción mundial, y la de mayor trascendencia por su dimensión y por sus consecuencias, se producía el 2 de diciembre de 2001, cuando ENRON, la séptima empresa norteamericana y la mayor comercializadora de energía del país -un gigante, con una facturación superior a los 100.000 millones de dólares- se declaraba en suspensión de pagos. La crisis de esta empresa y las primeras investigaciones que se hicieron sobre ella pusieron al descubierto que no se trataba de un caso aislado. En el primer semestre de 2002, otras importantes empresas admitieron haber seguido prácticas parecidas para ocultar pérdidas y se produce, entonces, un fortísimo y negativo impacto en los mercados de valores de todo el mundo. La importancia del caso ENRON, cuyos efectos aún estamos pagando, justifica que recordemos brevemente sus principales características.³

ENRON había llegado a ocupar el séptimo puesto en el conocido ranking de la revista "Fortune", que le distinguía como la empresa más innovadora de América. El continuo crecimiento de su facturación y sus beneficios tenían fascinados a los analistas que destacaban las ventajas que la compañía había sabido sacar de la liberalización del sector eléctrico en EE.UU. para convertirse en la mayor comercializadora de energía del mundo. Pero pocos eran conscientes de que para cumplir sus planes ENRON se había convertido en un monstruo con 3.500 compañías subsidiarias y afiliadas en todo el mundo, creando una estructura de tal complejidad que hacía imposible desentrañar los secretos que albergaba en su interior.

Complejidad que no debió pasar desapercibida para el auditor de la compañía, que nunca llamó la atención sobre una serie de sospechosas transacciones que no tenían más finalidad que

2. 1992. The financial Aspect of Corporate Governance. The Committee on de Financial Aspects of Corporate Governance, Gee and Co. Ltd. London

³ La descripción que sigue es un extracto de informaciones publicadas por "CINCO DIAS" los días 5,6 Y 12 de diciembre de 2001.

aflorar beneficios ficticios o encubrir pérdidas reales. Porque para alcanzar el éxito como negociador, ENRON necesitaba la confianza y la admiración pública y ésta se la brindaban gratis los analistas que destacaban año tras año el crecimiento de una facturación y de unos beneficios que estaban lejos de reflejar la imagen fiel de la compañía.

A principios de octubre, los ejecutivos de ENRON comenzaron su tradicional ronda de visitas a los analistas para presentar los resultados del tercer trimestre de 2001. Las cifras contenían una bomba de relojería puesto que el patrimonio de los accionistas se reducía en 1.200 millones de dólares debido a transacciones con sociedades del grupo. Pese a la opinión de algunos de los visitados, de que debía comunicarse a la S.E.C. un hecho tan importante, ENRON ni lo hizo ni lo explicó. Por el contrario, siguió con su tradicional oscurantismo en las relaciones con el mercado que hasta entonces le había tolerado todo por haber navegado siempre en la estela del éxito. Y fue el éxito lo que le permitió ocultar transacciones, con ciertas sociedades -dirigidas por sus propios ejecutivos- que permitían incrementar los beneficios y mantener pasivos fuera del balance.

Mientras esto ocurría, los ejecutivos de ENRON no dejaron de hacer anuncios públicos asegurando que las finanzas y las operaciones de la compañía eran salvables. El 16 de octubre, con ocasión de presentar los resultados del tercer trimestre que arrojaban ya una considerable pérdida neta, la compañía anunció a bombo y platillo un incremento del 26% en beneficios recurrentes y consiguió que la acción se recuperase, pero un poco más tarde -ya en noviembre-, la empresa reconoció que en los últimos tres años los resultados habían sido inflados en más de 600 millones de dólares. Poco a poco se fueron filtrando nuevas revelaciones, los títulos cayeron en picado, y el domingo 2 de diciembre de 2001 ENRON se acogió a la protección de las leyes de bancarrota, con lo que se convirtió en el mayor caso de este tipo, hasta entonces, en la historia de los EE.UU.

¿Cómo es posible que en EE.UU., con un regulador como la S.E.C., tomado como modelo por tantos países, pueda ocurrir una catástrofe de esta magnitud? Estas podrían ser algunas de las respuestas:

. **Falta de transparencia y veracidad en la información facilitada a los mercados**, encaminada a presentar una imagen atractiva de la empresa, pero muy lejos de la "imagen fiel" a la que está obligado todo buen gestor.

. **Concentración de poder** en un presidente indiscutido, con inmejorables relaciones con el poder político y con capacidad para conseguir una importante financiación de los principales bancos del

país a las 48 horas de haberse declarado en suspensión de pagos.

- . **Absoluta falta de ética profesional** en el presidente y su equipo gestor, traducida en mantener un gigantesco tinglado de sociedades filiales y subsidiarias para enmascarar la verdadera situación de la empresa, oculta detrás de un montaje de transacciones fraudulentas, con operaciones que presumiblemente se encuentran más cerca del Código Penal que de la ingeniería financiera.
- . **Enriquecimiento abusivo del presidente y de los primeros ejecutivos de la empresa**, que percibían sustanciosos ingresos mientras la empresa se derrumbaba. Demasiado para unos pocos, a costa de muchos.
- . **Estrepitoso fallo del auditor externo** -que nunca llamó la atención sobre los peligros que podrían derivarse del complejísimo montaje de la sociedad matriz con miles de sociedades filiales- con ingresos al margen de la auditoría que suponían un indicio comprometedor de connivencia. Y lo peor de todo: su actitud al destruir documentos comprometedores de la empresa, que le llevó ante la justicia acusado de obstrucción.
- . **Conflictos de intereses en los analistas profesionales y en los bancos de inversión**, investigados por recomendar títulos sabiendo que su valor no respondía a la realidad. Las considerables multas que algunas firmas de primera fila han aceptado pagar para paralizar las investigaciones, es una buena prueba de lo irregular de sus actuaciones.
- . **Fallo de las instituciones reguladoras**, sin reacción ante indicios verdaderamente comprometedores.

Para nosotros, es interesante destacar en este caso, la similitud -en cuanto a ciertas prácticas y conductas con otras parecidas que se han dado en nuestro país.

El caso español

Los escándalos financieros no son una exclusiva del mundo anglosajón y los medios de comunicación siempre se ocupan de ellos cuando, por unos u otros motivos, son ciertamente escandalosos. En septiembre de 1995 -casi tres años después de publicarse el Informe Cadbury-, la revista "Business Week" concedía honores de portada a un artículo que con el título "La Revuelta de los Accionistas", describía la irritación de los partícipes en conocidas empresas europeas ante el

desfavorable trato que recibían al fijarse el precio de las acciones en operaciones de toma de control o en OPAs de exclusión en bolsa; el despilfarro y mal uso del dinero de los accionistas; las generosas retribuciones de los primeros ejecutivos y de los Consejos de Administración y, por último, la falta de veracidad y transparencia en la información facilitada por las empresas.

Esto en Europa. Pero, ¿qué había ocurrido en España en los años anteriores a "Cadbury"?

En 1977, siendo Gobernador del Banco de España, asisto en primera línea al nacimiento de la crisis bancaria de finales de los setenta, que cuando se dio por terminada en el año 85, había afectado a 58 bancos que representaban, tanto en términos de empleo con 10 de recursos propios y ajenos, más del 27% de todo el sistema bancario. Las causas que motivaron la crisis de un número tan elevado de bancos fueron muchas y variadas, unas de origen externo, y otras, radicadas en las propias entidades

Las internas -únicas que ahora nos interesan al efecto de este trabajase atribuyen, en palabras de Alvaro Cuervo, *al menos parcialmente, a la falta de profesionalidad, la temeridad y las conductas y prácticas ilegales de determinados banqueros y/o administradores de bancos; comportamiento que fue favorecido por la ausencia de un adecuado marco legal, que posibilitara la adopción de medidas eficaces y oportunas por el Banco de España y hubiera hecho posible una política preventiva en el tratamiento de la crisis bancarias.*⁴

En aquellos años, mediados los setenta, eran pocos los bancos que se auditaban, y menos todavía, las empresas que lo hacían. Se daban, así, las condiciones ideales para facilitar una información financiera muy poco fiable, que no respondía a la realidad de la situación en muchas empresas, regidas de modo autoritario por su presidente y un pequeño grupo de directivos y consejeros adictos.

Las causas de todos los escándalos puestos al descubierto por las crisis bancarias son prácticamente las mismas en todos los países y en todas las épocas, y lo único que distingue a unas de otras es la diferencia de escala. Ningún país está libre del peligro que supone la conducta de los malos gestores, y las medidas que hay que tomar para evitar los riesgos de esas actuaciones son, también, sustancialmente las mismas en todas partes.

Aristóbulo de Juan (A.J.), Director General del Banco de España, encargado de la inspección bancaria en el período abril 82-julio 86, escribió en noviembre de este último año un magnífico trabajo titulado *De Buenos Banqueros a Malos Banqueros*, publicado como documento interno por el

⁴ Alvaro Cuervo (1988). *La crisis bancaria en España 1977-1985*. Ariel. Barcelona.

Banco Mundial⁵, en el que resume su experiencia en esa etapa y centra lo sucedido *en el papel de la gestión como elemento fundamental en todas las crisis bancarias*. El autor pone también de relieve el hecho de que *los buenos banqueros, cuando se ven en apuros, se convierten frecuentemente en malos banqueros, a través de una serie de actitudes que se van deteriorando*.

El paralelismo entre el proceso seguido por los "bad bankers" y el practicado por los responsables de las últimas crisis empresariales es tan grande, que las conclusiones del trabajo de AJ. son perfectamente aplicables a estas últimas, y las malas prácticas en él detectadas se vuelven a encontrar entre las que pocos años más tarde serían denunciadas en todos los Códigos de Buen Gobierno publicados.

Afirma AJ. en su trabajo que *la supervisión bancaria* (en nuestro caso el regulador sería la CNMV) *aparece como un elemento clave para evitar o limitar los daños causados por la mala gestión* y su tesis comprende siete elementos clave para clasificar la gestión: *competencia; liderazgo; cumplimiento de las normas; capacidad de reacción ante los cambios en el entorno; calidad de sus políticas y capacidad para controlar su aplicación; calidad del equipo directivo y capacidad de generar sucesores; y riesgo de negocios colaterales de los propios empresarios basados en información privilegiada*. Y en un contexto donde no existiesen normativas ni supervisión eficaces, la gestión tendería a evolucionar en los siguientes cuatro rasgos aunque no tendrían que producirse necesariamente en el mismo orden:

- a) *mala gestión técnica*
- b) *gestión de maquillaje*
- c) *gestión a la desesperada (huída hacia adelante)*
- d) *fraude*

En todos los casos de crisis, el "fraude" acaba apareciendo, bien sea en una fase inicial o al

⁵ Aristóbulo de Juan (1986): *From Good Bankers to Bad Bankers*.

Economic Development Institute of The World Bank. El éxito de este "papel" se traduce en su publicación en muchos países y en más de diez idiomas, siendo su última versión la publicada en noviembre de 2002 en edición conjunta por la Universidad de Oxford y el Banco Mundial, lo que lo convierte en un trabajo de referencia en los medios internacionales cuando se trata de estos temas.

final del proceso. AJ lo trata al final de su artículo *para sugerir que un administrador que antes era bueno puede convertirse en un administrador fraudulento, a través de un proceso de deterioro como el descrito en este documento*. Y cita, como caso típico -que yo he podido comprobar personalmente en más de una ocasión- el de la transferencia de bienes que son propiedad de la empresa o del empresario, en la que se pueden dar dos alternativas: *Si el bien pertenece al empresario en apuros y está en malas condiciones, puede hacer que la empresa se lo compre a él a un alto precio*. En caso contrario, si el bien es valioso, *el empresario o personas interpuestas pueden comprársela a la empresa a bajo precio... Después de todo, él es quien manda*.

Esto puede suceder, y sucede, cuando existe una concentración de poder sin ningún tipo de control, y conduce directamente al enriquecimiento ilícito (?) del empresario.

"Olivencia" es el primer paso hacia un futuro con "mejores prácticas"

El 24 de marzo se constituía - por O.M. de esa misma fecha-la "Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración en las Sociedades", que presidido por el profesor Olivencia, me incluía entre sus miembros. Una vez publicado el Informe⁶, llegó el momento de analizar su valoración y la Comisión que lo redactó recibió de la C.N.M.V. el encargo⁷ de redactar un Informe sobre su impacto en los medios a los que estaba dirigido. El presidente redactó el Informe final-que fue entregado a la C.N.M.V. con fecha 27 de diciembre de 2001.

⁶ *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas* (Febrero, 1998). C.N.M.V., Madrid.

⁷ La Comisión Olivencia ("Olivencia" en el resto del texto), quedó automáticamente disuelta al entregar su Informe. El Consejo de la C.N.M.V acordó que una nueva Comisión, con su misma composición, llevara a cabo un Informe sobre el impacto del Código de Buen Gobierno, después de realizar una encuesta entre accionistas y expertos sobre el tema del Gobierno de las Sociedades en España.

Mi impresión sobre el grado de adopción .del Código de Buen Gobierno por parte de las empresas a las que va dedicado (solamente las cotizadas y, especialmente, las que cuentan con un alto porcentaje de "free-float" , mayor del 50%), es algo más pesimista que el contenido en el informe y coincidente con el eco, más bien negativo, recogido por los medios de comunicación. No obstante, hay que reconocer que el poco tiempo transcurrido desde la publicación del Código (solamente dos ejercicios completos, 1999 y 2000), restaba mucho valor al juicio que entonces pudiera hacerse sobre él. Pese a todo, éstas serían mis conclusiones sobre su valoración en aquel momento:

- Primera y más importante: *El buen gobierno no se asegura con la simple apariencia externa de formalidades y procedimientos, sino que precisa la voluntad de asumir la:filosofía y los principios que inspiran sus reglas.* Este párrafo del Informe (punto 12.1) debe tenerse en cuenta antes de formular cualquier juicio sobre él, o sobre cualquier otro código de buenas prácticas.

- El grado de adopción real del Código es, hoy por hoy, más bien escaso. La tendencia a su maquillaje sigue vigente y es importante. El amplio margen de autorregulación concedido no es suficiente para forzar el cambio. La opinión más extendida es que la realidad está todavía lejos de sus recomendaciones.

- Sin embargo, la llamada de atención que ha significado "Olivencia" no puede despreciarse y el Código ha sido, según la mayoría de expertos, todo un acierto. Representa un primer paso, significativo y muy valioso, hacia un futuro con mejores prácticas que las empresas no podrán ignorar y que se irá imponiendo poco a poco.

- Hablando de maquillajes. Calificar de "independientes" a un cierto tipo de consejeros ha sido un error,...un inmenso error, porque con ese calificativo (inadecuado, según la mayoría de las opiniones) se ha facilitado a las empresas la mejor y más fácil coartada para aparentar que cumplen sólo con nombrados y se ha entregado el mejor "pim, pam, pum" a los interesados en criticar los Códigos. Pero, se llamen como se llamen, este tipo de consejeros -profesionales con experiencia y una ética profesional reconocida, capaces de criticar a la alta dirección, si es preciso, y de oponerse a una propuesta del Presidente- serán cada vez más necesarios.

. El Informe ha abierto la primera brecha -mínima, si se quiere, pero indispensable para un futuro avance- en la fortaleza que defendía la posición de negar más información sobre la retribución de directivos y consejeros. Esta negativa postura ha sido, hasta ahora, claramente mayoritaria.

- . El reconocimiento de la importancia que tiene la transparencia informativa como *obligación de suministrar al mercado información precisa y fiable sobre sus actividades y resultados*, (punto 10.1) no se ha cumplido en la medida esperada, como reconoce la mayoría de expertos y accionistas consultados en las encuestas.

- . Los expertos se pronuncian, en su mayor parte, a favor de que exista un "Código de Buen Gobierno" de la empresa, pero, entre ellos, son muchos los que piensan que nuestro mercado de valores, como mecanismo de disciplina, ha tenido hasta hoy *poca o ninguna* eficacia. Lo primero que hay que hacer para que los inversores valoren adecuadamente las empresas que mejor lo cumplen, es llegar a saber con claridad quién cumple y quién incumple -a juicio de una instancia neutral-, con independencia de lo que las empresas interesadas puedan manifestar.

- . "Olivencia" significó una llamada de atención sobre algunos puntos clave en el buen gobierno corporativo, como los deberes de lealtad del consejero, las limitaciones de la Junta General de Accionistas y la preocupación general de los inversores y de los mercados sobre la independencia de los auditores. Los problemas apuntados siguen necesitando una seria consideración.

- . El Código se manifestó claramente a favor de su carácter voluntario, manifestando que sus recomendaciones *no deben ser objeto de regulación legislativa ni ser impuestas a sus destinatarios, ni siquiera indirectamente a través de sistemas de control de su adopción*. (punto 12.1) . Las empresas, en su gran mayoría, no han utilizado hasta ahora, en la medida necesaria, las facultades de autorregulación que les concede la L.S.A.⁸ para adoptar decisiones basadas en los principios que inspiran las "buenas prácticas" preconizadas por el Código.

⁸ Las siglas L.S.A. se refieren, siempre que se utilicen, al Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado el 22 de diciembre de 1989, después de la adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de Sociedades.

El Informe Aldama

La quiebra de Enron y la evidencia de que sus problemas no constituían un hecho aislado, sino algo mucho más extendido, provocó la reacción de los poderes públicos que se vieron obligados a analizar las causas que pudieran estar en el origen de tales escándalos y estudiar propuestas que trataran de evitar la repetición de casos similares. La Ley Sarbanes-Oxley en los Estados Unidos y el Informe Winter en la Unión Europea, son ejemplos de las reacciones gubernamentales.

El gobierno español lo hizo en un doble sentido, dando a conocer los trabajos de la Comisión de Codificación sobre un nuevo Código de Sociedades Mercantiles -en los que se llevaba trabajando varios años- y constituyendo una "Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y las Sociedades Cotizadas" ("Aldama") que presidiría Enrique de Aldama.

La Comisión dio a conocer su informe el 8 de enero de 2003, en el que después de analizar en qué medida parece haberse asumido el Código de Buen Gobierno por las sociedades cotizadas, se propone dar un paso más en la transformación de nuestro mercado de capitales asumiendo los principios fundamentales en los que se inspiró "Olivencia".

En sus razonamientos, el Informe responde a la búsqueda de un equilibrio entre la protección de los accionistas a través de una norma legal y la mayor autorregulación posible de la empresa cotizada, destinataria de esa norma, para defender su libertad de actuación. Pero ¿lo ha logrado?

A juzgar por la primera reacción de los medios informativos, lo que parece evidente es la confirmación de que, en materia de autorregulación -uno de los temas más conflictivos en todos los debates-, hay una gran división de opiniones.

"Aldama" cumple sobradamente con su objetivo de dar un paso más -muy importante, por cierto- cinco años después de la publicación de "Olivencia". Sigue su camino, al preferir la autorregulación a la norma de obligado cumplimiento. Completa algunos puntos, matiza y corrige otros y trata varios más que, con la experiencia del tiempo transcurrido, aconseja debatir y precisar

con mayor extensión: la transparencia y amplitud de la información, los deberes de lealtad y diligencia de los administradores y la potenciación del papel de la Junta General. "Aldama" introduce también algunos aspectos nuevos -consecuencia de los escándalos ENRON & Cía.- recogidos en el capítulo V: "Los prestadores de servicios profesionales". Veamos algunos puntos con mayor detalle.

AUTOR REGULACIÓN

"Aldama" adopta la autorregulación como uno de los tres principios que aseguran el correcto funcionamiento de un mercado de capitales, y tiene la convicción de que los problemas que plantea el gobierno corporativo se abordan mejor desde la flexibilidad que aporte aquella, y la sanción del mercado en última instancia. Apoya la elección de este principio desde el marco ético en el que debe actuar la empresa, y en la información que ésta debe facilitar, con la máxima transparencia, cumpliendo con su obligación de "cumplir o explicar".

TRANSPARENCIA

Es el principio fundamental sobre el que descansa toda la información correcta y veraz, que necesitan los mercados financieros para su correcto funcionamiento. Se completa y precisa al añadir que toda la que sea relevante debe ser transmitida de forma equitativa y simétrica, en cuanto sea conocida por la sociedad, de forma que todos los partícipes del mercado se encuentren en las mismas condiciones.

INFORMACIÓN

El Informe es minucioso y detallado en todo lo que se refiere al deber de informar que debe considerarse como una verdadera obligación. Para cumplido mejor, incluye la propuesta -muy importante- de que todas las sociedades cotizadas habiliten una página web en la que los accionistas puedan consultar con facilidad toda la información que se menciona en el punto 2.2.b). El contenido de la web, junto al que se incluye en el punto 2.1. referente al que han de hacer público las sociedades cotizadas sobre su estructura de gobierno, completa un cuadro de datos que mejorasustancialmente la información que hoy se suele facilitar.

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

El contenido del apartado IV-2, "El Consejo de Administración", parece ser la consecuencia de haber intentado el mayor consenso posible en su redacción y, como siempre que se trata de satisfacer

todas las posiciones, el resultado adolece de falta de concreción. Se dá un paso atrás cuando al hablar de los consejeros independientes se suprime un elemento clave: no hablar del proceso de selección, previo a la propuesta de su nombramiento. Evita "Aldama", también, pronunciarse sobre la polémica existencia de "núcleos duros", que con una participación en el capital, que puede llegar a ser muy pequeña, llegan a controlar totalmente la empresa. Al referirse a la composición del Consejo, se limita a recomendar *que los consejeros representen el mayor porcentaje de capital posible*, objetivo deseable (el ideal sería que ese porcentaje fuera el 100%, para que todos los accionistas estuvieran representados) y frase que no compromete ni obliga a nada.

DEBERES DE LEALTAD

"Aldama" amplía y precisa los deberes de lealtad, que ya se mencionan en "Olivencia" y resume en diez puntos los que, al menos, deben contemplar los administradores. Pero, lo más importante, es su afirmación de que en esta materia *la autorregulación puede ser insuficiente*, por lo que se muestra partidario, posición que comparto, de que sea objeto de *una intervención legislativa clarificadora*.

RETRIBUCIONES

Es este uno de los puntos de debate más conflictivo y sobre el que la opinión pública se ha manifestado con insistencia a favor de la mayor transparencia. La confirmación por "Aldama" de la tesis de "Olivencia" sobre la individualización y mayor desglose posible en la remuneración de los administradores es un paso más, prácticamente decisivo, para su total aceptación. "Aldama" no entra en el polémico tema de las "stock options", que estima debían limitarse únicamente a los consejeros ejecutivos. Decide no pronunciarse claramente en contra de las cláusulas de garantía o de blindaje de los componentes de la alta dirección de las sociedades, en los casos de despido o cambio de control. En este tema, se inclina por que sea cada Consejo el que se autorregule con el fin de evitar abusos. Es una posición que permite dudar de su eficacia para evitarlo.

JUNTA GENERAL

Hace ya mucho tiempo que todos los expertos vienen reconociendo que la Junta General de Accionistas (O.G.) ya no juega el papel de órgano supremo que le aigna la teoría societaria. Sin duda, por ello, "Aldama" considera uno de sus primeros objetivos la potenciación de su papel como Órgano básico de decisión y control. Algo difícil de conseguir.

Sus reflexiones se centran en dos de los cuatro derechos que la L.S.A. reconoce explícitamente a los accionistas: a) recibir información y b) votar en la Junta General. Para mejorar la situación actual, propone que cada sociedad elabore un reglamento para el desarrollo de la Junta General que contenga todos los datos que el accionista necesite para poder tomar parte activa en la asamblea con pleno conocimiento de causa, y lo haga público en su página web. Se implementarán los sistemas necesarios para el cómputo electrónico del quórum, así como para la delegación y el voto por correo o medios electrónicos. Recomienda que se adopten medidas para facilitar la mayor participación posible de accionistas y que los institucionales, dada su importancia creciente, al menos hagan pública su posición en las decisiones importantes que se vayan a tomar en las empresas en que participen.

Es cierto, como dice el Informe, que los inversores necesitan hoy mayor cantidad y calidad de información para poder formarse una "imagen fiel" de la sociedad cotizada, pero tan importante como todo esto es la síntesis en la forma de presentada para su mejor comprensión, y la facilidad con que se pueda consultar. Hay que evitar a toda costa que, en materia de información, sea peor el remedio (abundancia) que la enfermedad (escasez).

Tener reglamentos de procedimiento y conducta para el mejor funcionamiento del Consejo y de la Junta General es deseable y fácil de llevar a cabo. Lo difícil es conseguir calidad y precisión en su contenido y, sobre todo, voluntad de cumplidos.

Después de "Cadbury", "Olivencia" y "Aldama": luces y sombras en el gobierno de la empresa

1. Los instrumentos jurídicos que ordenan y disciplinan el tráfico mercantil no han evolucionado al ritmo exigido por el vertiginoso crecimiento empresarial y la aparición de grandes multinacionales con centenares de miles de accionistas que operan en muchos países con diferentes legislaciones. La necesidad de adaptar nuestra legislación a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, dio origen al Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas que se aprobaba en diciembre de 1989. Este texto -que suponía una considerable modificación del anterior, vigente desde 1951-, pese a su relativa corta vida, ha quedado ya obsoleto en algunos aspectos esenciales, sin que los retoques obligados por las circunstancias y la publicación de otras normas, hayan sido suficientes.

2. La sociedad anónima que cotiza en los mercados necesita una norma legal específica -prevista, por cierto, en el anteproyecto del futuro Código de Sociedades Mercantiles- porque es en ella donde se acumulan los mayores problemas y en ella se producen las repercusiones más graves, por su magnitud, para terceros. Sólo la complejidad del tema, si es que esto puede servir de excusa, podría explicar el retraso de su aparición. Mientras llega ese momento, habrá que seguir defendiéndose con simples recomendaciones -y algunos parches legales-, que complicarán aún más el manejo y la interpretación de las normas vigentes dispersas en demasiadas disposiciones.

3. *La experiencia demuestra que ni las leyes más exigentes ni los códigos mejor elaborados resultan suficientes para garantizar el buen gobierno de las empresas.*

*Esta exige, además, competencia profesional y un comportamiento ético por parte de los administradores y gestores.*⁹ Esta sentencia debe tenerse en cuenta antes de proceder a cualquier consideración crítica sobre los Códigos de Buen Gobierno.

4. Los problemas del gobierno corporativo no son nuevos ni exclusivos de ningún país. El incumplimiento de algunas reglas -no escritas muchas veces- se traduce en desastres financieros que provocan la confirmación de algunas y la aparición de otras nuevas, en forma de recomendaciones de buenas prácticas. El debate sobre la necesidad o la inutilidad de las normas de buen gobierno se renueva a cada nueva publicación o revisión de algún Código, 10 que no puede extrañar porque las buenas prácticas intentan mejorar el control en dos de los puntos más sensibles del gobierno de la empresa: los excesos del poder y el abuso en las retribuciones. En este debate hago mía la conocida reflexión del presidente de CALPERS: *Muchos Consejos de Administración prestan poca atención a las prácticas de buen gobierno hasta que vienen mal dadas y, entonces, se acuerdan de ellas. Y el hábito de seguir/as tiene el mismo buen efecto que el de lavarse los dientes a diario: la probabilidad de llegar a tener caries es mucho menor* ¹⁰

5. Las empresas sólo podrán mantener el ámbito de la autorregulación 10 más amplio posible -como es su deseo- si su propio sentido de la responsabilidad las conduce a la adopción de los principios

⁹ "Aldama". III-3. *El marco ético del gobierno corporativo.*

¹⁰ CALPERS: California Public Employees Retirement System, uno de los más importantes fondos de pensiones norteamericanos, se ha distinguido siempre por su política activa a favor de los Códigos de "buenas prácticas".

que inspiran las recomendaciones de buenas prácticas, necesarias para restablecer la confianza de los inversores en el buen funcionamiento de los mercados. La experiencia después de "Olivencia" y de los últimos escándalos conocidos no es realmente favorable a la norma "blanda". En todo caso, la dificultad estriba en encontrar el punto de equilibrio entre ésta y la norma legislativa. De seguir las cosas como hasta ahora, será inevitable que la administración pública imponga alguna de las recomendaciones con carácter obligatorio.

6. "Aldama", amplía y puntualiza todo lo referente a la falta de transparencia y fluidez en la información, ya denunciada por "Olivencia". La simetría al facilitar la información, los detalles referentes a la estructura de propiedad, a la administración de las empresas y a las operaciones vinculadas e intergrupo, son tan importantes para cumplir con el derecho a la información que la L.S.A. reconoce al accionista, que todo ello debería recibir el trato de norma imperativa, para todas las sociedades con cotización oficial.

7. La máxima transparencia en la retribución de los administradores y altos directivos - individualizada y detallada por concepto retributivo- es, hoy por hoy, la medida más eficaz para frenar los abusos. La publicación que acaban de hacer importantes sociedades de la remuneración pormenorizada de su alta dirección y de su Consejo, parece ser el efecto inmediato a la confirmación por "Aldama" de la recomendación que hacía "Olivencia" sobre este punto. Es un avance importante, hacia su cumplimiento total por el 100% de las sociedades cotizadas.

8. No puede extrañar la atención que los medios de comunicación prestan a la información sobre retribuciones. El tema tiene, sin duda, su "morbo", pero el hecho de que los abusos en las remuneraciones se hayan producido en todos los escándalos habidos en todas partes, justifica esa atención. En los momentos de redactar estas líneas, la prensa sigue publicando noticias relacionadas con las excesivas retribuciones, como prueban estos titulares, muestra que podría ser mucho mayor:

Reino Unido se rebela contra los ('peces gordos') de las empresas. Los accionistas de Glaxo aprueban reducir la desorbitada remuneración de su consejero delegado y desatan la polémica. ("EL Mundo")

El Consejo de Altadis propone a la junta poder triplicarse el sueldo. ("Cinco Días")

La UE. quiere que las empresas publiquen el sueldo de los directivos. ("El País")

Welch, (ex - presidente de General Electric Co.) *No creo demasiado en las causas éticas.* ("Expansión")

9. Las citas confirman el "morbo" del tema. Todas son muy expresivas. Pero la de Jack Welch, el otrora directivo más admirado en los EE.UU. y, quizás, en el mundo entero, que en la reunión de Madrid, salió en defensa de su reputación, muy dañada por las abusivas condiciones de su jubilación, no puede pasarse por alto sin un comentario. Al criticar la polémica en torno al buen gobierno y a las indemnizaciones millonarias, Welch dijo: *Todo es una tontería y, como siempre, los medios de comunicación se han vuelto locos. Vivimos en el mercado libre... que tiene también muchas cosas a favor. . . No se trata de un problema de ética, sino de justicia... No creo demasiado en las causas éticas.* Y la respuesta adecuada sería: "No, señor Welch. Los medios de comunicación no se han vuelto locos; se limitan a denunciar los escándalos. En el mercado libre pueden existir los abusos, pero eso no los justifica. y menos aún, cuando se está jugando con dinero ajeno."

10. Todo lo anterior demuestra que el tema de las retribuciones no se puede dar por terminado. Y en relación con él, siguen pendientes algunas cuestiones:

a) Es bien sabido que las retribuciones de los consejeros no tienen buena prensa, pero hay que reconocer que las actitudes de algunas sociedades en este tema contribuyen a que así sea. No se debería permitir que los Consejos mejoren su retribución en ejercicios en los que ha disminuido el beneficio y/o se ha reducido el dividendo. Y esto, sigue ocurriendo. Terminar con estas prácticas, exigiría modificar el artículo 130 de la L.S.A.¹¹ sobre remuneración de administradores, cuyo primer párrafo -de redacción imprecisa, procedente del texto anterior de 1951-, ha producido ya problemas, por las distintas interpretaciones posibles, y que dado el tiempo transcurrido desde su redacción, puede considerarse obsoleto.

b) Se plantea ahora otra cuestión por abordar: el de los "blindajes" de los directivos que permiten generosas compensaciones a su cese en la compañía, muchas veces con independencia de las causas

¹¹ Art. 30 LS.A.: "Cuando *consista en una participación* en las ganancias, sólo podrá ser de traída de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal y de la estatutaria *y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del cuatro por ciento, o el tipo más alto que los estatutos hayan reconocido.* (La cursiva es mía).

que lo provocan. El tema de las compensaciones por cese, va a ser estudiado por el gobierno británico¹², que ha abierto consultas con vistas a limitar la cuantía a percibir por directivos y administradores al dejar la compañía.

c) El sistema de "stock options" como medio de complementar las retribuciones necesita mayor debate. Nosotros empezamos a emplearlo, cuando el país que más lo ha utilizado, los EE.UU., comienza a perder interés por él, dados los excesos cometidos. Sus evidentes ventajas en algunos aspectos, quedan anuladas por sus efectos perversos. El estudio más conocido sobre la remuneración de consejeros y altos directivos, el Informe Greenbury¹³ llama ya la atención al respecto, indicando posibles alternativas para la parte de la retribución que debe estar relacionada con los beneficios de la empresa, y no con su cotización.

No estoy solo en mi opinión contraria a las "stock options". Una comisión convocada por The Conference Board en septiembre de 2002 analizó tres de las áreas que habían jugado un importante papel en los escándalos de grandes empresas que se iniciaron con la quiebra de ENRON: "executive compensation, corporate governance and auditing and accounting issues". Al tratarse el tema de las opciones como medio de compensar a los ejecutivos de una compañía, Paul A. Volcker¹⁴, miembro de la comisión, resumió así su opinión en contrario, que yo suscribo al 100%: *Given both the very imge capricious element inherent in the returns from fixed-price stockoptions and the distorted incentives for management, I believe the use of such options should be strongly disco u raged for public companies. There are far better alternatives for seeking and achieving an appropriate alignment of shareholder and management interests.*

11. Devolver a la J. G. su papel de órgano soberano en el gobierno de la empresa, es un punto clave del buen gobierno corporativo, para que los accionistas minoritarios puedan hacer valer en ella el peso de su participación del modo más eficaz. Las reflexiones de "Aldama" tienden hacia este objetivo, pero la propuesta de que cada empresa redacte su propio reglamento para la Junta suscita algunas dudas sobre su eficacia final. El texto actualmente vigente de la LS.A. dedica 22 artículos a

¹² *Rewards for Failure. Directors Remuneration-Contracts, Peiformance and Severance.* (aune 2003). Department of Trade and Industry. London.

¹³ Sir Richard Greenbury, (1995). *Directors' Remuneration.* Gee Publishing Ltd. London.

¹⁴ Paul A. Volcker, Former Chairman of the Board of Governors. Federal Reserve System.

la Junta General. Sería preferible, como alternativa, actualizar y completar estos artículos con las propuestas más importantes formuladas por "Aldama", dejando el resto al arbitrio de cada sociedad, al redactar su propio Reglamento.

12. Federico San Sebastián Flechoso, Secretario del Consejo de Administración de Iberdrola -que reúne en su persona, teoría y práctica, publicó en 1996 su tesis doctoral¹⁵, una lectura obligada para todos los interesados en el tema. En su introducción, el autor describe el proceso por el cual el poder se desplaza de los accionistas a los administradores. Y dice así: *El poder de decisión en las juntas Generales no está precisamente entre el público. Claro es que la junta General sigue siendo legalmente el órgano soberano de la sociedad. Pero los que deciden son los mismos que la han convocado, en el momento en que lo han juzgado oportuno y respecto a las propuestas que han decidido formular. Una junta General puede ser cualquier cosa menos una sorpresa. Todo está ya decidido. ...El poder de decisión, el poder real, el poder efectivo bascula por lo tanto a favor de los Administradores. No existe correspondencia entre propiedad y poder. Luego el que domine el órgano de administración, domina la junta y con ello la Sociedad.*

13. Esta situación se aplica en la práctica a todas las sociedades cotizadas en las que el control se encuentra en manos de un "núcleo duro" -que son la mayoría- formado por el grupo reducido de accionistas significativos que domina la sociedad. En estos casos es frecuente que el Consejo, seguro de su fuerza, decida blindarse¹⁶, para hacer frente a las OPAs calificadas de hostiles, limitando el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista¹⁷. Facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas minoritarios, es una petición generalizada. Para que esto sea posible, será necesario, como primera medida, restablecer en la sociedad anónima el principio democrático de una acción = un voto¹⁸, y eliminar con ello el "blindaje" que impide a los accionistas hacer valer el verdadero peso de sus votos a la hora de tomar decisiones que puedan perjudicarles.

¹⁵ Federico San Sebastián Flechoso, 1996. *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas y su Control*. Central de Documentación Bancaria y Bursátil. Madrid.

¹⁶ Los efectos contraproducentes de los blindajes, patentes en algunos casos recientes, están llevando ahora a varias sociedades a proponer a la J.G. la supresión de este tipo de medidas, que será aprobada sin duda con la misma facilidad con que fue establecida.

¹⁷ El Artículo 105.2 de la LS.A. permite esta limitación, que debería ser derogada.

¹⁸ Alemania aprobó el 30 de abril de 1998 una Ley sobre el Control y Transparencia de las empresas (Kon TraG), que refuerza la vigencia del principio "una acción un voto".

14. En las sociedades cotizadas, el fenómeno tan criticado del absentismo generalizado se comprende fácilmente, porque se debe a múltiples razones que pesan en el ánimo del accionista.

a) su desinterés por la marcha de la sociedad ante el convencimiento de la inutilidad de su voto aislado para influir en las propuestas que presenta el Consejo y, por el contrario, su interés centrado exclusivamente en obtener el mayor rendimiento posible a su inversión.

b) la imposibilidad de unir su voto al de otros accionistas para llegar con ellos a una masa crítica, por la dificultad práctica de establecer los contactos con una masa dispersa (incluso geográficamente) y el coste que eso puede representar.

c) la dificultad de obtener la información que necesita, de forma inmediata como indica la ley, para ejercer con conocimiento de causa su derecho al voto. La complejidad de la información de las grandes sociedades es un factor que contribuye a desanimar su análisis.

d) la pereza para expresar el sentido de su voto y su fundada creencia en que su delegación sólo serviría para fortalecer la posición del "núcleo duro" en la defensa de sus propuestas.

15. La lucha contra el absentismo quedará supeditada a la mejor solución de las razones apuntadas. Pero, es evidente, que no se puede echar sobre una masa de accionistas pequeños y dispersos, la responsabilidad de controlar el Consejo, como piden algunos.

16. Es bien conocido el hecho de que la participación del capital flotante de una sociedad en la J.G., se canaliza a través de la delegación de su voto. En este proceso, juegan un papel destacado las entidades depositarias y la propia sociedad. Esta práctica debe mejorarse para que la intención de voto del pequeño accionista -que tiende, por comodidad, a hacerlo en blanco- quede mejor reflejada. Un avance importante sería facilitar la implantación de los sistemas necesarios para el cómputo electrónico del quórum, así como para la delegación y el voto por correo o por medios electrónicos como "Aldama" preconiza. La utilización de estos medios facilitaría también que los inversores institucionales -que cada vez son más importantes por su participación creciente en el capital¹⁹ - pudieran usar su derecho al voto, o al menos, hacer pública y difundir su posición frente a las propuestas de mayor interés.

¹⁹ Calzada, Blas, *(La CNM. V exige más rigor a los fondos". Si los fondos de inversión no asisten, la Junta se reduce al 60% del capital de la Sociedad. Esto nos inquieta. "Expansión", 9-06-03.*

17. La retribución de los administradores, transmitida a todos los medios con la máxima transparencia -principio que la opinión pública considera como un claro indicador de la calidad del gobierno corporativo- y el restablecimiento de la Junta General como órgano soberano de la sociedad anónima, son los dos retos más importantes que tiene hoy pendientes el gobierno de la empresa, para ganar la confianza de la opinión.

18. La LS.A., sólo da cuenta del régimen sancionador aplicable a la Sección 4ª (de los negocios sobre las propias acciones) y Sección 10ª (depósito y publicidad de las cuentas anuales). Esta situación debería cambiar para que la vigencia efectiva del imperio de la ley -uno de los tres principios básicos sobre los que reposa "Aldama"- suponga la correspondiente sanción en caso de incumplimiento de las normas legislativas. El último documento del Círculo de Empresarios²⁰ dice sobre este tema lo siguiente: *La lenidad y la lentitud de la justicia en esta materia no hace sino estimular el incumplimiento de las leyes, dañando de forma inevitable los intereses de los accionistas y la confianza de los mercados*. Por lo tanto, parece necesario actualizar el régimen sancionador en las materias propias del gobierno de la empresa; tipificando claramente la infracción; endureciendo, si procede, la penalidad y, en todo caso, acelerando el proceso sancionador.

19. La eficaz actuación del regulador (C.N.M.V) es imprescindible para el correcto funcionamiento de los mercados. Su credibilidad -esencial para mantener la confianza del inversor- depende de ella. El regulador tiene que solicitar todas las facultades que considere necesarias para el mejor desempeño de sus funciones, y también, las que le permitan sancionar, o proponer la sanción, con la severidad que corresponda a la gravedad de la infracción.

20. Dicho todo lo que antecede, no se debe olvidar que los desastres que conmueven a la opinión pública -provocados por unos pocos dirigentes- no pueden hacer olvidar la correcta actuación de la gran mayoría de presidentes, administradores y altos directivos que cumplen con lealtad sus funciones, con respeto a los principios más estrictos de la ética profesional.

²⁰ *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas* (noviembre 2000). Círculo de Empresarios. Madrid.

Conclusión Final

A cada ola de "desgobierno corporativo" le sigue una etapa inmediata de reflexión, en la que se toman medidas para corregir los desequilibrios producidos.

La primera, provocó notables mejoras en la auditoría (Tre a dway, 1987). La segunda, llamó la atención sobre los peligros de la concentración del poder en una sola persona, y suscitó el debate del reparto de funciones entre el presidente y el primer ejecutivo. Planteó, además, la necesidad de transmitir al mercado una información más transparente, comprensible y equilibrada (Cadbury, 1992). Poco tiempo después, el Informe Greenbury (1995) desarrollaba con mayor precisión y rigor la necesidad de una total transparencia en materia de remuneraciones, ya apuntada por "Cadbury". Ya en nuestros días, tras ENRON (2002), parece que ha llegado la hora de una más eficaz protección del pequeño inversor a través de la potenciación de la Junta General, para que el accionista minoritario pueda hacer valer allí sus derechos políticos.

El resultado de este movimiento pendular es una mejora -como ya se está viendo, lenta, pero imparable- del gobierno corporativo. Por ello -a pesar de las reticencias que todavía subsisten-, se puede afirmar que, hoy en día, las medidas que se van adoptando proyectan cada vez más luz sobre el gobierno de la empresa y, como consecuencia, se van desvaneciendo muchas de las sombras que lo oscurecían. Sin embargo, atención lectores: permanezcan atentos a la pantalla La tentación de recurrir al "maquillaje" todavía no ha desaparecido.

