

JUAN FERNÁNDEZ-ARMESTO

# **CRITERIOS DE BUEN GOBIERNO**

PUBLICADO EN  
*ECONOMISTAS* - Colegio de Madrid  
NOVIEMBRE 2002 - NÚMERO 93

**ECONOMISTAS**

COLEGIO DE MADRID

Noviembre 2002 - Número 93

Consejo de Redacción  
 Emilio Ontiveros Baeza (Director)  
 José María Pérez-Montero (Secretario)  
 Carmen Alcaide Guindo  
 José Antonio Alonso Rodríguez  
 M.ª Eugenia Callejón de la Sal  
 Álvaro Cuervo García  
 Joaquín Estefanía Moreira  
 Yolanda Fernández Lommen  
 José Luis García Delgado  
 José Manuel González-Páramo  
 Juan Emilio Irazo Martín  
 Manuel Lagares Calvo  
 José Antonio Martínez Soler  
 Javier Monzón de Cáceres  
 Rafael Myro Sánchez  
 Ignacio Santillana del Barrio

Diseño de Portada  
 Manuel Estrada

Edita  
 Colegio de Economistas de Madrid

Redacción y Administración  
 Flora, 1 - 28013 Madrid  
 Teléfono: 91 559 46 02  
 Fax: 91 559 29 16  
 revista.economistas@cemad.es

Produce e Imprime  
 Raíz Técnicas Gráficas

Depósito Legal  
 M-13.155-1983  
 ISSN 0212-4386

La sección «En Portada»  
 ha sido coordinada por  
 Álvaro Cuervo García,  
 Catedrático de Economía  
 de la Empresa, UCM



El Colegio de Economistas de Madrid no comparte necesariamente las opiniones expresadas en los artículos publicados en ECONOMISTAS. Los únicos responsables son sus propios autores, que no siempre reflejan los criterios de las instituciones a las que pertenecen.

## 5 Editorial

## 6 En Portada

*Reflexiones generales sobre el gobierno de la empresa*

- |    |                                   |  |
|----|-----------------------------------|--|
| 6  | <i>Valentín Azofra Palenzuela</i> | Reflexiones sobre el gobierno de la empresa                            |
| 14 | <i>Álvaro Cuervo García</i>       | <i>Corporate América vs. Deutschland AG. Transición o convergencia</i> |
| 25 | <i>Ana Isabel Fernández</i>       | El gobierno de la empresa en entornos de baja protección del inversor  |
| 33 | <i>Vicente Salas Fumás</i>        | Sistema legal y mercados financieros: evidencias internacionales       |

*El gobierno de la empresa*

- |    |  |   |
|----|--|---|
| 41 | <i>Rafel Crespí Cladera</i>            | Directivos: incentivos, supervisión y control |
| 48 | <i>Juan Fernández-Armesto</i>          | Criterios de buen gobierno                    |
| 55 | <i>Carlos Espinosa de los Monteros</i> | Apuntes sobre el gobierno corporativo         |
| 61 | <i>Aldo Olcese</i>                     | Propuestas para el buen gobierno corporativo  |

*Información y gobierno de la empresa*

- |    |   |  |
|----|---|--|
| 68 | <i>José Antonio Gonzalo Angulo<br/>Anne Marie Garvey</i>  | Información contable y reforma del gobierno corporativo: EE.UU. y España |
| 85 | <i>José Antonio Laínez Gadea<br/>Susana Callao Gastón</i> | La información contable como herramienta corporativa                     |
| 94 | <i>Oriol Amat</i>   | Reflexiones y propuestas sobre los problemas de la información contable  |

## 104 Tribuna

- |     |                                  |   |
|-----|----------------------------------|---|
| 104 | <i>Ricardo Vergés Escuín</i>     | Crédito privado, crédito hipotecario y sector residencial. Análisis comparativo de la Unión Europea |
| 118 | <i>Víctor M. Montuenga Gómez</i> | La curva de salarios española   |
| 124 | <i>Begoña Gutiérrez Nieto</i>    | La metodología de microcrédito del Grameen Bank y su réplica en países occidentales                 |

## 128 Libros

# Criterios de buen gobierno

## 1. Introducción

La crisis bursátil que estamos viviendo es especial, no por la intensidad de la implosión de las cotizaciones, sino porque ha puesto en tela de juicio el modelo de gobernancia de las empresas cotizadas. Los inversores lanzan acusaciones contra directivos y miembros de los consejos de administración: a los primeros les imputan que no hayan defendido debidamente los intereses de los accionistas, sino que hayan buscado su enriquecimiento personal. La acusación contra los segundos —centrada especialmente en los consejeros independientes— es que no han sabido supervisar adecuadamente las actuaciones irregulares de directivos deshonestos y desleales.

El enriquecimiento de los directivos a costa de los accionistas se ha logrado a través de un instrumento financiero: las opciones sobre acciones. La idea subyacente en principio era loable: otorgando opciones vinculadas a la evolución de la cotización de la sociedad se lograba alinear los intereses, en teoría contrapuestos, de directivos y accionistas. La práctica ha demostrado que las expectativas se han frustrado: por un lado, porque a través de la emisión de opciones de compra, el alineamiento sólo se produce cuando el precio de las acciones sube, no cuando baja; y por otro porque las perspectivas de un gran enriquecimiento en un breve espacio de tiempo y con un mínimo de esfuerzo desató la natural codicia del hombre. Emitidas las *stock options*, los directivos tenían un interés desmesurado por incrementar el valor de la acción, hasta el punto que algunos cayeron en la tentación de maquillar o incluso manipular las cuentas de su empresa, con tal de evitar el desplome de las cotizaciones y la pérdida de sus expectativas.

Pero también ha habido *culpa in vigilando* de los consejeros, que sobre todo en los Estados Unidos fallaron en el cumplimiento de su función principal: supervisar la actuación de los directivos, y garantizar que las cuentas publicadas fueran fiel reflejo de la realidad patrimonial de la empresa. Las críticas sobre la actuación de los consejeros independientes y los comités de auditoría se han extendido a los propios auditores, a los que se imputa falta de independencia al prestar otros servicios profesionales a las empresas auditadas.

Ante esta situación, el legislador americano ha reaccionado con rapidez, promulgando una ley (conocida por el nombre de los senadores que la patrocinaron Sarbanes-Oxley) (1), que endurece significativamente el régimen legal de las empresas cotizadas en el mercado americano, y que



debe ser desarrollada por diferentes Reglamentos de la *Securities and Exchange Commission*. En los próximos meses veremos cómo también en Europa se adoptan medidas para reformar la gobernanza de las empresas cotizadas: la Unión Europea tiene en marcha un Comité de Expertos (presidido por J. Winter) (2) que deberá rendir su informe próximamente; el gobierno español ha creado una nueva Comisión, presidida por E. Aldama, a modo y semejanza de la *Comisión Olivenca*, cuyas conclusiones se esperan en los próximos meses (3). Y está a punto de publicarse un Anteproyecto de Código de Sociedades Mercantiles, redactado por la Comisión General de Codificación, dentro del cual se dedica un libro entero, el III, a una pormenorizada regulación de las sociedades cotizadas españolas.

## 2. Antecedentes

El problema de la gobernanza de las sociedades cotizadas no es un tema que tradicionalmente haya merecido mucha atención en nuestro ordenamiento. Cuando en 1989 se reformó la Ley de Sociedades Anónimas, el legislador dejó básicamente intacto el modelo de administración que estaba en vigor desde 1951; modelo que desconoce la distinción entre gobierno y administración de la sociedad, y que por eso no favorece, sino al contrario entorpece, la implantación de los principios de buen gobierno.

Tampoco a nivel europeo existe consenso alguno sobre los principios básicos de gobernanza de las grandes empresas. Se enfrentan dos modelos tradicionalmente opuestos: el monista, típicamente británico, en el que existe un solo órgano que administra y gobierna, y el dualista, típicamente alemán, en el que conviven un órgano de vigilancia y otro de dirección.

En el sistema monista las funciones de gobierno y administración de la sociedad se unifican en un único órgano. Para evitar la concentración de poder de los directivos que al mismo tiempo son consejeros, el modelo británico crea la figura del consejero independiente, un profesional ajeno a la empresa, cuya misión se centra en supervisar la labor de los consejeros ejecutivos. Su tarea se facilita creando una o varias comisiones, integradas mayoritariamente por consejeros independientes, a la que se encomiendan las funciones y decisiones especialmente sensibles (revisión de las cuentas, retribuciones, nombramientos).

En el sistema dualista, el consejo de vigilancia, integrado por consejeros independientes y emplea-

dos, es el encargado de gobernar, es decir, convalida las grandes decisiones estratégicas, asesora, vigila, nombra y destituye. El consejo de dirección, por el contrario, constituido exclusivamente por directivos, está encargado de administrar la sociedad.

La oposición entre Estados que defienden el sistema monista de administración y los que se decantan por el dualista (y la consiguiente cogestión de los trabajadores) es tan aguda, que a nivel de la Unión Europea no ha sido posible encontrar el consenso necesario para promulgar una directiva que coordine los diferentes sistemas de gobernanza.

Con este marco legislativo una serie de escándalos empresariales acaecidos durante la década de los noventa (Guinness, BCCI, Maxwell, Metallgesellschaft, Banesto...) mostraron las deficiencias de los sistemas tradicionales —monistas o dualistas— de buen gobierno de las empresas europeas. Como reacción, primero en la Gran Bretaña y después en los restantes países europeos, surgió un amplio movimiento cuyo objetivo era reformar el sistema de gobernanza, pero sin modificar la legislación, utilizando un instrumento novedoso: *normas blandas*, *soft law*, que consiste en códigos voluntarios con recomendaciones y catálogos de buenas prácticas. La iniciativa, al menos numéricamente, ha tenido un éxito indudable: desde 1997 se han promulgado en Europa nada menos que 25 códigos voluntarios de buen gobierno (4).

El primero se publicó en el Reino Unido, se conoció como *Informe Cadbury*, y estableció un código de conducta dirigido a las sociedades cotizadas. El *Informe Cadbury* se ha visto reforzado por otros dos documentos de naturaleza similar: el *Informe Hampel* y el *Informe Greenbury*, este último referido exclusivamente a la política de remuneración de los consejeros. En la actualidad el contenido de los tres documentos se ha refundido en el denominado *Supercode* (5).

El cumplimiento de estos códigos es voluntario, pero las sociedades cotizadas en el mercado bursátil de Londres están obligadas a presentar un informe muy detallado sobre sus reglas de gobierno, haciendo especial hincapié en las áreas en las que no cumplen las recomendaciones.

El ejemplo del Reino Unido se ha extendido a otros países europeos: en Francia se elaboró el *Informe Vienot*; en Italia el Código de la Bolsa de Milán; en Portugal unas recomendaciones de la Comisión de Valores; incluso en Alemania —un país con poca tradición de *soft law*— un comité de expertos elaboró en el año 2000 un Código de buen gobierno para empresas cotizadas.



En España una Comisión especial nombrada por el Consejo de Ministros (6) y presidida por Manuel Olivencia elaboró en 1998 un informe sobre la problemática de los consejos de administración y un Código de buen gobierno, en el que se recogen una serie de recomendaciones de asunción voluntaria por las sociedades cotizadas. La comisión redactora entendió que, presuponiendo que exista transparencia y que los inversores puedan conocer y valorar las pautas de gobierno, no haría falta una intervención imperativa del legislador. El Consejo de Ministros autorizó a la CNMV para que recabara información a las sociedades cotizadas sobre el grado de asunción del código (7).

### 3. Impacto real

Los Códigos se fueron promulgando en una época de efervescencia de los mercados, en los que parecía que las cotizaciones continuarían subiendo hasta el infinito. En este ambiente, el buen o mal gobierno de las empresas era un aspecto secundario, y el impacto inicial de las recomendaciones fue más bien testimonial (con la excepción de la Gran Bretaña, con una cultura mucho más proclive a la aceptación voluntaria de *normas blandas*).

Las empresas españolas en su conjunto —con alguna honrosa excepción— recibieron el Código de buen gobierno con escepticismo. Nadie se opuso frontalmente a la iniciativa, pero muy pocas empresas interiorizaron las recomendaciones y reformaron en profundidad su régimen de gobierno. La mayoría se limitó a definir a unos cuantos consejeros como independientes, a crear alguna comisión del Consejo (en general la de auditoría) y a algún otro ajuste formal. Muchas incluso dieron un paso en la dirección opuesta y modificaron sus estatutos para blindarse contra posibles OPA hostiles (por cierto con unánime respaldo de sus accionistas y sin reprobación por el mercado).

Ha hecho falta una brutal caída de las cotizaciones, y varios escándalos en el extranjero imputables e imputados a deficiencias en los sistemas de gobierno y control, para que efectivamente ocurriera lo que los defensores de las *normas blandas* habían vaticinado: los inversores, y en especial los poderosos inversores institucionales, se han percatado de que una administración incorrecta puede destruir en horas todo el valor de una compañía. Las mejores reglas de buen gobierno, por supuesto, no pueden evitar que un equipo directivo, actuando con premeditación, arruine una

empresa —pero sí pueden reducir significativamente el riesgo de que esto ocurra—. De ahí que ahora ya no sea sólo Calpers (el fondo de pensiones de los funcionarios de California, pionero en la exigencia de prácticas de buen gobierno), sino muchos otros inversores institucionales los que, a la hora de elegir entre un valor u otro, tienen en cuenta la calidad de la gobernancia.

El renovado interés de los inversores por estas cuestiones, y el miedo a invertir en entidades poco controladas y poco transparentes, ha producido un fenómeno inesperado: los dos principales bancos españoles han anunciado, casi simultáneamente, reformas importantes de su sistema de gobierno.

La primera medida, y quizá la más trascendente, es la supresión en sus estatutos de las limitaciones de voto por accionista y de las restantes medidas anti-OPA, que aún no hace muchos años habían introducido. Desaparece, pues, la principal barrera jurídica para el lanzamiento de una OPA hostil, barrera tras la que se podía parapetar el equipo de gestión para impedir una toma de control no deseada por un grupo rival.

La segunda medida es una reforma de la estructura y del modo de funcionar de su órgano de gobierno, que receptiona casi en su integridad las recomendaciones del *Código Olivencia*.

Aceptado el *Código Olivencia* por las dos principales instituciones financieras, es probable que se desencadene un movimiento similar en otras grandes empresas españolas. Simultáneamente las compañías que también cotizan en la Bolsa de Nueva York tendrán que adaptar su sistema de gobernancia a la reforma americana —pues las nuevas normas de los Estados Unidos, por exigencia legal o por imposición de los mercados, terminarán aplicándose a las empresas extranjeras que acudan al mercado norteamericano.

El gran riesgo es que este proceso —tan positivo en sí mismo, y tan satisfactorio para los que hemos apostado por el *Código Olivencia* y la vía de las normas blandas— se quede en una aceptación formal de las recomendaciones, sin que se produzca una reforma verdadera, y con ello, una mejora significativa del sistema de gobernancia. Se pueden cumplir formalmente todas las exigencias del *Código Olivencia*, o de todos los demás códigos conjuntamente, sin que ello redunde en un buen gobierno de la empresa. Y la mejor prueba son algunos de los escándalos más sonados de los últimos tiempos, como es el caso Enron, una empresa que aparentemente cumplía con todas las recomendaciones, pero que de facto terminó en la mayor quiebra de la historia.



#### 4. Criterios para diferenciar buen y mal gobierno

En esta situación, ¿cómo puede un inversor diferenciar entre empresas con un alto nivel de gobernancia, y otras que sólo pretenden cubrir las formalidades? En mi experiencia, las preguntas clave que un inversor responsable, y especialmente un inversor institucional no debe dejar de plantear son, al menos, las siguientes:

A) *¿Existen limitaciones de voto (por ejemplo, una prohibición de que ningún accionista vote más del 10% del capital) u otras medidas estatutarias cuya finalidad sea dificultar o imposibilitar una OPA hostil?* Entre estas últimas, la más frecuente consiste en exigir que todo candidato a consejero o presidente tenga que haber sido accionista durante un determinado período de tiempo —salvo que el Consejo o la Junta, con una determinada mayoría, exima de este requisito—. También es frecuente la exigencia de mayorías o quórum reforzados para adoptar determinados acuerdos de gran trascendencia —y para modificar los estatutos con la finalidad de suprimir las medidas anti-OPA.

Todas estas medidas encajan, sin grandes dificultades, dentro de la presente Ley de Sociedades Anónimas; históricamente se justificaron con el argumento de que daban protección adicional a los accionistas minoritarios. La realidad ha demostrado lo contrario. En la actualidad, el único argumento utilizable a favor de su legitimidad es que obligan a todo posible opante a presentar una oferta por la totalidad del capital y con una prima suficiente (pues si no se alcanza una amplia mayoría, al oferente le será imposible desmontar las defensas estatutarias y tomar el control de la compañía). El argumento perderá toda fuerza cuando el legislador reforme de una vez por todas la legislación sobre OPA, suprimiendo la posibilidad de que se lancen OPA parciales.

Aun con la actual legislación de OPA la existencia de cláusulas estatutarias de blindaje es rechazable, pues facilitan que en una situación de toma de control prevalezcan los intereses de los gestores y accionistas de control, en detrimento de los restantes socios. Aunque el Código de buen gobierno no contiene referencia alguna a estas prácticas estatutarias (quizá porque sus redactores entendieron que este aspecto caía fuera del ámbito de su mandato) las recientes Recomendaciones de Buen Gobierno Corporativo publicadas por el Instituto de Empresa (8) abogan, con razón por la supresión de este tipo de blindajes.

B) *¿Están separados los cargos de presidente y el primer ejecutivo, o existe al menos un sistema eficaz de checks and balances, de forma que*

*los poderes del presidente-ejecutivo se vean contrarrestados por los de otras personas?*

La legislación española permite que una misma persona reúna la condición de primer ejecutivo y de presidente de la sociedad y del consejo de administración. La acumulación de cargos puede proporcionar a la compañía un liderazgo claro, y a través de él un proceso de toma de decisión más eficiente. Pero los riesgos de esta acumulación de poderes son evidentes, y está constatado empíricamente que sociedades con un único líder poderoso y carismático son más proclives a escándalos financieros.

El *Código Olivencia* se percató de este riesgo, pero teniendo en cuenta que la conjunción de cargos es la práctica más generalizada en España, optó por no prohibirla, sino que únicamente recomendó que se complementara con determinadas cautelas —en concreto, la designación de un vicepresidente independiente, con facultades de convocar el consejo e incluir nuevos puntos en el orden del día—.

La existencia de un vicepresidente poderoso ya es un paso en la dirección correcta —pero probablemente no sea suficiente—. En las grandes empresas, sólo la total separación de funciones entre presidente del consejo y primer ejecutivo facilita una adecuada distribución del poder, evita conflictos de interés y permite que se dediquen tiempo y esfuerzos suficientes a las labores de control y gobierno. Estas razones justifican que en las Recomendaciones del Instituto de Empresa se abogue abiertamente y sin tapujos por la separación de funciones.

C) *¿Cuán independientes son los consejeros independientes? ¿Tienen amistad manifiesta o intereses cruzados con los directivos o con los accionistas de control?*

Todos los sistemas de buen gobierno —ya sean monistas o dualistas— descansan sobre un único pilar: la auténtica independencia de unos consejeros expertos y profesionales, cuya misión es defender los intereses de los miles de accionistas que integran el capital flotante. ¿Cómo garantizar éste objetivo? Se pueden y deben establecer reglas expresas, supuestos en los que la norma prohíba que un consejero sea considerado como independiente. Pero no es una tarea fácil. La propuesta de normas sobre buen gobierno publicadas por el *New York Stock Exchange* en junio de 2002 ha acometido esta definición (9). El resultado es complejo y altamente casuístico, y ni despeja todas las dudas ni, mucho menos, garantiza que los candidatos que cumplan los requisitos legales realmente sean independientes.



En una sociedad como la española, en la que los vínculos personales son al menos tan importantes como los institucionales, la definición americana en todo caso será insuficiente. No existen fórmulas para medir grados de amistad. Por ello el proceso de selección deviene esencial; sólo a través de un procedimiento transparente, objetivo y público, no contaminado por la intervención del presidente o de los accionistas de control, se puede transmitir confianza a los inversores.

El Código de buen gobierno es muy consciente que el proceso de selección hace al independiente, y por ello exige que ese proceso cumpla un mínimo de garantías: debe ser *formal y transparente*, y las propuestas de candidatos deben corresponder a una comisión de nombramientos, en la que no participe ni el presidente ni ningún ejecutivo.

Las sociedades españolas han acogido con entusiasmo la idea de designar a algunos de sus consejeros como *independientes* —de las varias recomendaciones del *Código Olivencia* probablemente sea la que más aceptación formal haya cosechado—. Sin embargo, pocas de las empresas que dicen tener consejeros independientes han instaurado un procedimiento de selección formal, transparente, público y sin interferencias. Y en ausencia de procedimiento, los mercados desconfían —con razón— de la independencia de los independientes. Por ello, lo mínimo que un inversor debe exigir es que exista una definición clara y unos procedimientos reglados para elegir a los consejeros independientes, y que esas reglas estatuyan con claridad que la propuesta de designación debe necesariamente partir de una comisión de nombramientos integrada únicamente por independientes, sin interferencia alguna de ejecutivos o socios de control.

*De lege ferenda* el proceso de selección debe ser complementado con una doble obligación impuesta por la ley:

— En primer lugar, una obligación activa del candidato de declarar pública y explícitamente que se siente y objetivamente es independiente, tanto frente a la propia sociedad, como frente a sus accionistas y directivos, con deber expreso de indicar cualquier factor o hecho que a ojos de un tercero pueda poner en entredicho dicha independencia.

— En segundo lugar, el propio consejo debe declarar que considera al candidato como independiente, en base a su propia declaración y a las averiguaciones adicionales que el consejo pueda haber realizado.

D) *¿Cuán amplios son los poderes de control que se reconocen a la comisión de control y a los*

*consejeros independientes? ¿Pueden exigir documentos, interrogar empleados, contratar asesores, nombrar a los auditores externos, exigir informes?*

La importancia de estos poderes viene por vía indirecta, a través de un agravamiento de la responsabilidad: si los independientes los tienen, están obligados a usarlos, so pena de incurrir en responsabilidad *in vigilando*. Evitar la responsabilidad es el mayor acicate para que un consejero independiente cumpla fielmente con sus deberes.

E) *¿Quién autoriza las operaciones vinculadas entre la propia sociedad y sus accionistas de control? ¿Participan en las decisiones los consejeros que representan al accionista de control? ¿Se publican las operaciones individualmente?*

Una de las características más destacadas del mercado bursátil español es el gran peso que tienen los accionistas significativos, que en muchas ocasiones son empresas rivales, competidoras en el mercado de la empresa cotizada que controlan. El porcentaje de empresas que carecen de accionista de control es bajísimo (10). El marco regulatorio, sin embargo, carece de cualquier previsión para disciplinar esta realidad.

De hecho, los consejeros representantes de los accionistas de control están sujetos al mismo régimen de actuación que los restantes. La ley únicamente les exige un genérico deber de lealtad en el ejercicio de su cargo. Y los accionistas de control, siempre que no participen directamente en el consejo, quedan exentos de toda responsabilidad.

La combinación de una estructura accionarial en la que prevalecen los accionistas de control y la ausencia de normas legales que disciplinen la realidad, debería convertir la problemática de las operaciones vinculadas en la mayor preocupación para el accionista minoritario, pues genera un riesgo de abuso o expropiación en su perjuicio y en beneficio de los accionistas significativos. Varias operaciones financieras recientes, en las que los adquirentes han pagado primas muy significativas para adquirir paquetes minoritarios de acciones, que de facto les permitían el control de la sociedad y abrían un abanico de posibles operaciones vinculadas entre ambas empresas, muestran bien a las claras que un accionista de control hábil puede extraer de la empresa controlada un flujo de beneficios —directos e indirectos— muy superior al que ha de recibir un socio minoritario.

F) *¿Existe una norma interna, un Reglamento del Consejo con valor jurídico, que codifique toda la estructura de gobierno, y los requisitos, derechos y deberes de los consejeros en general, y de los independientes en particular?*



Uno de los principios del Código de buen gobierno es que, aun siendo voluntaria su aceptación, su implantación se tiene que hacer precisamente a través de un Reglamento del Consejo, una ley interna de cumplimiento obligatorio para todos, cuya transgresión acarree responsabilidad. Si la sociedad carece de Reglamento, todo indica que su asunción de las recomendaciones busca más bien cubrir el expediente, y no institucionalizar una verdadera división de poderes y una eficiente estructura de control.

## 5. Colofón

La mejora del buen gobierno es las sociedades cotizadas es un proceso dinámico, que requiere continua vigilancia por parte de los inversores individuales e institucionales. Y, por supuesto, también un desarrollo y una continua puesta al día de las normas, tanto *blandas* como legales, que disciplinan la materia.

La experiencia española muestra que las normas blandas cumplen perfectamente su papel en los aspectos organizativos de la gobernancia, como por ejemplo la estructura y el funcionamiento del consejo. Otras cuestiones, como los deberes fiduciarios, los conflictos de interés, los incentivos para que los inversores institucionales participen más activamente y todo lo relativo a la transparencia hacia el mercado —incluido el suministro de información sobre el cumplimiento de las normas blandas— exigen reformas legislativas.

Mientras éstas se producen, no queda otro remedio que invertir ojo avizor para identificar las empresas con buenas prácticas de gobernancia, pues lo que esta última crisis ha mostrado, es que únicamente empresas bien gobernadas logran general de forma continuada valor para el accionista. □

- (6) *Comisión especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, creada por Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de febrero de 1997.*
- (7) *El organismo lo hizo con respecto a los ejercicios 1998 y 1999, y publicó los resultados. El modelo de información, la carta del presidente pidiendo la información y los resultados pueden verse en [www.cnmv.es/index](http://www.cnmv.es/index).*
- (8) *Una propuesta independiente de reforma del Gobierno Corporativo, documento publicado por el Instituto de Empresa, octubre 2002.*
- (9) *Report of the NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee of June 6, 2002, en [www.nyse.com](http://www.nyse.com).*
- (10) *En 1998 calculé que, sobre un universo de 129 sociedades cotizadas en el Mercado Continuo, únicamente 14 tenían más del 75% de su capital desvinculado — es decir, en manos de pequeños accionistas, que individualmente no sobrepasaban el 5% del total—. Desde entonces la situación no ha cambiado significativamente. Fernández-Armesto: «Las OPAS y el mercado de control empresarial» en RDM, 1998, pág. 37 y ss.*

## RESUMEN

*La actual crisis bursátil ha puesto en tela de juicio el modelo de gobernancia de las empresas cotizadas. Se acusa a los directivos de haberse enriquecido a costa de los accionistas y a los consejeros independientes de no haber sabido supervisar adecuadamente sus actuaciones irregulares. Las reglas de buen gobierno obedecen en España al modelo de normas blandas. Hasta ahora las empresas las acogieron con escepticismo. Recientemente, ante las caídas de las cotizaciones y la presión de los inversores, algunas grandes empresas españolas han declarado su voluntad de asumirlas.*

*Existe un riesgo de que la asunción sea meramente formal, sin modificar en sus raíces el sistema de gobernancia vigente. El artículo proporciona una serie de criterios para que un inversor pueda diferenciar buenas y malas prácticas de gobernancia, y centrar sus inversiones en las empresas mejor gobernadas.*

Palabras clave: *Gobernancia de empresas cotizadas, Códigos de buen gobierno.*

## NOTAS

- (1) *Sarbanes-Oxley Act of 2002.*
- (2) *High Level Group of Company Law Experts; su primer informe, sobre OPA, fue presentado el 10 de enero de 2002.*
- (3) *Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas, creada por acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de julio de 2002.*
- (4) *Véase Corporate Study of Corporate Governance Codes, European Commission, Internal Market Directorate, January 2002; puede consultarse en [www.cnmv.es/index](http://www.cnmv.es/index).*
- (5) *Los textos se pueden encontrar en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).*