

## DE OLIVENCIA A CONTHE (I)

Hace unos días el Presidente de la CNMV, Sr. Conthe, presentó un proyecto de nuevo Código de Buen Gobierno para las sociedades cotizadas, que venga a sustituir al anterior, publicado en 1998. El denominado Código Olivencia fue la primera “norma blanda” en la historia legislativa española: Las sociedades cotizadas no estaban obligadas a cumplirla, pero si desoían sus consejos debían explicar al mercado las razones, y serían los inversores los que al final decidirían (lo que se conoce como principio de “cumplir o explicar”).

El primer Código de Buen Gobierno fue recibido con cierta benevolencia, pero también con bastantes críticas. Algunos juristas, en especial de corte académico, adujeron razones dogmáticas y de principio: el Estado tiene que dictar leyes e imponer lo legislado, no acudir al subterfugio de recomendar pautas de comportamiento y exigir explicaciones si no se cumplen. Otros, que deseaban una reforma en profundidad de las prácticas de gobierno en España, se desesperaban ante la aparente ineficacia de las normas blandas: el Código facilitaba que las empresas se dedicaran al puro “escaparatismo”, declarando que cumplían las recomendaciones, aunque en realidad todo siguiera como siempre.

Esta segunda crítica sin duda tuvo algo de realidad. Pero las cosas empezaron a cambiar cuando en el año 2004 la CNMV puso orden en las exigencias de transparencia. A partir de ese año, los Consejos de las sociedades han tenido que publicar obligatoriamente un Informe Anual de Gobierno Corporativo, ajustado a un modelo oficial muy exigente. E incluir información falsa constituye una infracción administrativa seria. A partir del año 2004, el mercado ha estado mucho mejor informado, han surgido iniciativas para valorar el buen gobierno de cada sociedad (como el Observatorio de la Fundación de Estudios Financieros) y ha aumentado la presión social y de mercado para que las recomendaciones se cumplan, o para que se justifique razonadamente su inobservancia.

El nuevo Código de Buen Gobierno, al que por analogía terminaremos denominando Código Conthe, en realidad no es más que una puesta al día del Código Olivencia, incorporando algunas recomendaciones adicionales de diversos informes españoles y europeos. Es cierto que es más detallado, contiene mayores exigencias y ha intentado colmar las lagunas de su predecesor. Pero en su esencia, mantiene la misma naturaleza de

recomendación o “norma blanda”, la misma filosofía de cumplir o explicar. Y no es que lo diga *soto voce*, sino que lo proclama a los cuatro vientos desde su primera palabra (que, casualmente, es “Voluntariedad”).

## **Las críticas**

Era previsible que el proyecto de nuevo Código de Buen Gobierno recibiera críticas de la sociedad civil, tal como ya las había recibido el anterior. Nuevamente se alzarían voces académicas, insistiendo en que la única vía ajustada a nuestros dogmas jurídicos es la promulgación de leyes imperativas. Nuevamente se alegraría que las recomendaciones únicamente lleven a un “*window dressing*”, a puros cambios de fachada, sin modificar la sustancia.

También era previsible que surgieran críticas nuevas, que hurgaran en puntos oscuros del nuevo Código, empezando con la composición de la comisión que lo redactó. Casi todos los países europeos han promulgado recientemente Códigos de Buen Gobierno en forma de normas blandas; en todos ellos la comisión redactora estuvo constituida por expertos independientes de prestigio, que representaban a todos los intereses afectados. Este mismo modelo fue seguido en España, cuando anteriores Gobiernos constituyeron las comisiones presididas por Olivencia y por Aldama. En el presente caso el Gobierno prefirió designar una comisión mixta, con cinco miembros representantes de la Administración y cinco expertos del sector privado, encabezada por el Sr. Conthe, Presidente de la CNMV. No he oído una explicación convincente para este cambio de estructura.

Otro aspecto en el cual el Código Conthe baja enteros en relación al Código Olivencia es en la calidad de su redacción. Se diga lo que se diga sobre el Código Olivencia, lo que nadie puede poner en duda es que está magníficamente redactado en un castellano claro y llano, con un esclarecedor informe que explica y matiza las 23 recomendaciones. Es una pena que el nuevo proyecto no haya seguido el mismo esquema, sino que, echando la tradición por la borda, se haya decantado por una estructura radicalmente nueva. Y la nueva redacción es mucho menos clara, es mucho menos didáctica, suena más dura e imperativa que la anterior. Una redacción más cuidada, más ajustada a las tradiciones de Olivencia, sin duda hubiera evitado muchas de las críticas que el proyecto Conthe ha recibido.

Y la reacción social ciertamente ha sido muy crítica: el nuevo Código “exagera los aspectos restrictivos propiciando un clima de desconfianza”,

es “excesivamente intervencionista”, e incluso “oficializa la presunción de mala fe”. Pero no solamente han sorprendido los argumentos, sino también que las principales voces críticas provengan de personas, instituciones y medios que, en el pasado, han destacado por su decidida apuesta por una regeneración de las prácticas de gobierno en España.

### **¿Qué ha pasado?**

En mi opinión, son dos las causas que explican estas críticas.

En primer lugar, me parece atisbar en la sociedad española un comienzo de preocupación ante la eficacia de las normas blandas. Inicialmente se vieron como la copia mimética de unas prácticas anglosajonas, que en España, en el país del “se obedece pero no se cumple”, en el reino de la picaresca, nunca llegarían a ser eficaces. La realidad ha terminado siendo muy otra: en España está ocurriendo lo que ya ocurrió en los países anglosajones. La CNMV está apretando las tuercas en sus exigencias de transparencia, y los directivos se resisten a dar publicidad a prácticas que la sociedad, los mercados y los medios consideran inaceptables. Se está generando una presión de cumplimiento, que puede llegar a ser tan fuerte (o más) que la impuesta por las leyes imperativas y sancionadoras.

La segunda causa que explica las críticas, es que el Código Conthe se beneficia de siete años de experiencia en la aplicación del Código Olivencia. Y durante estos años se ha puesto de manifiesto que el mercado español tiene unos problemas específicos, diferentes de los de otros países. En EEUU o en Inglaterra, el principal conflicto de intereses es el que enfrenta a directivos con accionistas. Los directivos se han acostumbrado a remunerarse como si fueran dueños, sin asumir los riesgos inherentes a la propiedad y arriesgándose a falsificar la información financiera si eso facilita su enriquecimiento personal. El problema en España es de naturaleza bien diferente, como ha demostrado convincentemente Cándido Paz Ares, un académico que ha participado en las Comisiones Olivencia, Aldama y Conthe.

En España el gran problema del mercado bursátil es el de la concentración de la propiedad. En el 30% de las sociedades del Íbex 35, una sola persona tiene tal paquete de acciones que puede ejercer el control por sí solo. Y los accionistas significativos (los que tienen más del 5% cada uno) ostentan el 51% del capital cotizado (o dicho de otra manera, el *free float* es de solo el 48%). El gran conflicto en el mercado español se libra entre accionistas significativos que controlan la sociedad en su propio interés, y accionistas minoritarios. Y los hechos demuestran una y otra vez que los accionistas

significativos son capaces de obtener unos “dividendos de control” que no reciben los accionistas minoritarios. ¿La prueba? Que una y otra vez se estén pagando primas de entre el 15% y el 25% por paquetes significativos de sociedades cotizadas. Nadie los pagaría, si no estuviera convencido que gracias a su posición en la sociedad obtendrá unos rendimientos adicionales (en forma de operaciones vinculadas, inversiones conjuntas, fusiones...) que no están al alcance de los minoritarios.

Si en el modelo anglosajón el problema radica en los enriquecimientos no justificados de los directivos a costa de los accionistas, en el español son los accionistas de control los que se enriquecen a costa de los minoritarios.

El gran mérito del Código Conthe, el gran salto adelante que da con respecto a Olivencia, es que el nuevo Código identifica perfectamente el problema, y diseña una serie de medidas destinadas a crear mecanismos de control y dotar de transparencia a los comportamientos de los accionistas de control.

Permítame que sea malévolo: gran parte de las críticas que el Código Conthe ha recibido se explican sencillamente porque ha puesto el dedo en la llaga.

En el próximo artículo les explicaré los detalles.

Juan Fernández-Armesto