

El gobierno de las sociedades cotizadas: situación actual y reformas pendientes

La Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales ha reunido en un seminario a destacadas personalidades de la Administración Pública, la Universidad y la empresa para debatir sobre el gobierno de las sociedades cotizadas españolas. En este trabajo, que recoge las principales conclusiones alcanzadas en el seminario, se analiza la repercusión que ha tenido el Código Olivencia y se valora la posibilidad de complementar su contenido con normas imperativas para regular determinadas cuestiones. A lo largo de estas páginas se abordan tópicos como la transparencia de las reglas de gobierno de las sociedades, el sistema de nombramiento de los consejeros, la necesidad de revitalizar las juntas generales o las medidas de blindaje.

Precio: 600 ptas.
IVA incluido

Impreso en papel ecológico



El gobierno de las sociedades cotizadas: situación actual y reformas pendientes

Juan Fernández-Armesto
Francisco Hernández

EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES
COTIZADAS: SITUACIÓN ACTUAL Y
REFORMAS PENDIENTES



El gobierno de las sociedades cotizadas: situación actual y reformas pendientes

Juan Fernández-Armesto
Francisco Hernández

© Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales y los autores, 2000

ISBN: 84-89633-98-3

Depósito Legal: M-36184-2000

Impreso en España / Printed in Spain

EBCOMP, S.A. Bergantín, 1 - 28042 MADRID

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

JUAN FERNÁNDEZ-ARMESTO

Licenciado en Ciencias Empresariales (ICADE) y Doctor en Derecho. Ha sido Profesor Ordinario de Derecho Mercantil de la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE) y abogado en ejercicio. Desde octubre de 1996 es Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

FRANCISCO HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ

Licenciado en Derecho con premio extraordinario de licenciatura y doctorado en Derecho por la Universidad de Santiago, ha sido becario del Centro de Investigación de Derecho Europeo de la Universidad de Harvard. Ha ocupado el puesto de subdirector de los servicios jurídicos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y en la actualidad es profesor titular de Derecho Mercantil de la Universidad de Santiago.

Sumario

	Páginas
I. INTRODUCCIÓN	9
II. CONCLUSIONES	11
III. DERECHO COMPARADO	15
IV. ESPAÑA: LA SITUACIÓN ANTERIOR AL <i>CÓDIGO OLIVENCIA</i>	21
V. EL <i>CÓDIGO OLIVENCIA</i>	23
VI. ACTUACIONES POSTERIORES AL <i>CÓDIGO OLIVENCIA</i>	27
VII. PRINCIPALES DEBILIDADES DE LA NORMATIVA ESPAÑOLA	31
VIII. ACTUACIONES DE FUTURO	37

I. INTRODUCCIÓN

La organización del gobierno de las sociedades que apelan a los mercados de capitales y, especialmente, el funcionamiento de sus consejos de administración, es una cuestión candente que el Derecho de sociedades no ha podido resolver de forma satisfactoria. Las empresas cotizadas aportan algo más del 14% al PIB español, por lo que son el gran factor de creación de riqueza de nuestra economía. De su buen o mal gobierno y de la eficiencia del mercado de control empresarial depende, en buena medida, nuestro desarrollo económico y social. El diseño de nuevas fórmulas de organización del gobierno de las sociedades cotizadas que eviten los conflictos de interés, garanticen que la gestión se realice en beneficio del accionista y que tengan en cuenta la existencia de diferentes tipos de accionistas y el papel que cada uno desempeña en la sociedad, es uno de los retos más importantes que se plantearán en los próximos años.

La Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales celebró el 21 de junio de 2000 un seminario sobre la situación actual y las reformas pendientes del gobierno de las sociedades cotizadas, en el que participaron destacadas personalidades de la Administración Pública, la Universidad y la empresa.

A continuación se resumen las principales conclusiones alcanzadas.

II. CONCLUSIONES

* **Progresos significativos:** Todos los participantes coincidieron en que a lo largo de los últimos tres años España había progresado significativamente en el ámbito del gobierno de las grandes empresas. El *Código Olivencia* fue alabado de forma general, tanto por su contenido como por su naturaleza de *norma blanda*.

* **Desarrollo del *Código Olivencia*:** Hubo también unanimidad en la conveniencia de que el *Código Olivencia* siga evolucionando, y de que la propia comisión que lo redactó lo ponga al día. Como áreas merecedoras de atención inmediata se citaron los requisitos y pautas de actuación del consejero independiente y la remuneración de consejeros, que incluso podría merecer un addendum o Código separado.

* **Información sobre régimen de gobierno:** Otra área que suscitó un amplio consenso fue la información que

las empresas cotizadas deben proporcionar al mercado. En opinión de los participantes, sería conveniente que las empresas cotizadas estuvieran obligadas a informar anualmente sobre sus prácticas de gobierno, en base a un modelo estandarizado preparado por la CNMV. Esta información podría formar parte de un nuevo tipo de memoria anual, más amplia, cuya aprobación y publicación eximiría de la necesidad de preparar un folleto para cada emisión.

* Reforma legislativa: Una muy amplia mayoría de asistentes entendió que una reforma basada exclusivamente en *norma blanda* no sería suficiente, y que sería necesario complementarla con una reforma legislativa.

Esta reforma debería abordarse con urgencia, modificando y completando la LSA, la LMV y el Reglamento de Bolsa —sin perjuicio de la conveniencia a largo plazo de contar con un Código general de las empresas cotizadas.

Hubo mayor disparidad de criterios en qué materias deberían formar parte de esta reforma legislativa urgente.

Hubo casi unanimidad en que un área no debería ser objeto de regulación imperativa: la estructura organizativa del gobierno de las sociedades cotizadas. En esta materia, la opinión mayoritaria entendía que era conveniente dejar libertad a las empresas, y únicamente

recomendar unas *buenas prácticas* a través del *Código Olivencia*.

La voluntariedad inicial no impediría que, a medida que las recomendaciones se cumplieran de forma generalizada por una mayoría de sociedades, se pudieran gradualmente convertir en normas.

Las diversas áreas en las que algunos de los participantes propusieron que el legislador actuara son las siguientes:

- Sustitución del folleto individual para cada emisión por una memoria anual, con información sobre el régimen de gobierno societario.
- Definición de deberes fiduciarios de administradores y accionistas significativos.
- Regulación más estricta y transparente de la autocartera.
- Revitalización de la participación de los accionistas, y en especial de los inversores institucionales.
- Nueva definición de la minoría exigida para ejercitar derechos, atendiendo al tamaño de la sociedad.

- Regulación y transparencia de las operaciones vinculadas (entre accionistas significativos y la propia sociedad) y de la remuneración de los consejeros.

- Limitaciones a las cláusulas estatutarias de blindaje frente a OPA's hostiles.

III. DERECHO COMPARADO

La corriente que está dando lugar a la elaboración de códigos de buen gobierno en la mayor parte de los países desarrollados tiene su origen en el Reino Unido, donde ya en los años 80 el Banco de Inglaterra impulsó la creación de PRONED, una sociedad dedicada a la búsqueda y selección de consejeros no ejecutivos. A principios de los años 90 se reabre el debate sobre el gobierno de las sociedades dando lugar al documento que ha tenido una mayor repercusión y ha marcado las líneas a seguir por otros países: el informe "Cadbury", compuesto por un informe y un código de conducta dirigido principalmente 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 remuneraciones de los consejeros. En la actualidad, el contenido de los

tres documentos se ha refundido en el denominado "Supercode".

El cumplimiento del Código es voluntario para las sociedades inglesas, pero las sociedades que cotizan en la Bolsa 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 del Código.

El ejemplo del Reino Unido se ha extendido a otros países europeos que como Francia con el informe "Vie-not", que acaba de ser reformado en 1999, Italia con el Código elaborado por la Bolsa de Milán, o Portugal con las recomendaciones de la Comisión de Valores, elaboraron códigos de buen gobierno de cumplimiento voluntario dirigidos, fundamentalmente, a las empresas cotizadas.

El último país en incorporarse a esta tendencia ha sido Alemania, donde un comité de expertos ha presentado el mes de enero de 2000 un Código de Buen Gobierno para las empresas cotizadas alemanas. Por su parte, la OCDE ha elaborado unas directrices sobre buen gobierno dirigidas, fundamentalmente, a las empresas de países que carecen de códigos propios.

Además de la publicación de códigos de cumplimiento voluntario, la necesidad de mejorar el gobierno

de las sociedades cotizadas también ha dado lugar a elaboraciones de naturaleza normativa.

Así, el legislador alemán ha dado un paso de excepcional importancia para mejorar el gobierno de las empresas alemanas al aprobar, el 30 de abril de 1998, una Ley sobre el control y la transparencia de las empresas (KonTraG). Esta Ley nace con la intención de reforzar la posición de los accionistas mediante un aumento de la transparencia y un mayor control de la actuación del consejo de administración. Así, la Ley establece de forma precisa los deberes de los administradores y facilita el ejercicio de la acción social de responsabilidad. Además, y ésta es quizás la parte más relevante desde el punto de vista societario, la "KonTraG" refuerza la vigencia del principio "una acción un voto" al prohibir la emisión de acciones de voto plural y las limitaciones estatutarias al ejercicio del derecho de voto.

También en Italia se ha aprobado el 24 de febrero de 1998 un Decreto Legislativo que regula determinadas cuestiones relacionadas con el gobierno de las sociedades cotizadas, especialmente las relacionadas con la transparencia y la información.

Esta actividad nacional contrasta con el vacío de las normas comunitarias en materia de gobierno corporativo. La Quinta Directiva Comunitaria, que es la que regula los órganos de la sociedad, lleva años bloqueada por la

incapacidad del legislador de optar por uno de los dos modelos de gobierno existentes en Europa.

Por un lado, el modelo alemán parte de la distinción entre las funciones de gobernar y administrar hasta el punto que ha creado dos órganos separados. El consejo de vigilancia, integrado por consejeros independientes y empleados de la empresa, es el encargado de gobernar; es decir, confirma las grandes decisiones estratégicas, asesora, vigila, nombra y destituye. El consejo de dirección, constituido exclusivamente por consejeros ejecutivos, está encargado de administrar la sociedad.

A este modelo se opone el sistema inglés, en el que las funciones de gobierno y de administración de la sociedad coinciden en un único órgano. Para evitar la concentración de poder en los consejeros ejecutivos, los reformadores ingleses insisten en la introducción en los consejos de administración de consejeros independientes y en la creación de comisiones delegadas del consejo, formadas mayoritariamente por consejeros independientes, y a las que se encomiendan decisiones especialmente sensibles como la política de retribuciones o la política de nombramientos.

A falta de un pronunciamiento de las autoridades comunitarias sobre este tema, que se producirá tarde o temprano, de momento el sistema inglés se impone en los países de Europa continental, quizá porque la participación obligatoria de los trabajadores en el órgano de

gobierno supone un lastre para el sistema alemán. Además, la práctica ha demostrado que, a pesar de la mayor complejidad del sistema de gobierno de las sociedades alemanas, el número de escándalos societarios que se han producido en Alemania es similar al de otros países.

IV. ESPAÑA: LA SITUACIÓN ANTERIOR AL *CÓDIGO OLIVENCIA*

La Ley de Sociedades Anónimas no contiene una normativa específica para las sociedades cotizadas. La previsión legal de un modelo social único, válido tanto para la pequeña empresa familiar como para las grandes sociedades cotizadas, no ha facilitado la implantación de los principios del buen gobierno.

Además, nuestra Ley, al regular el consejo, no distingue entre las funciones de gobierno y de administración, a pesar de que esta distinción es la base sobre la que se asientan los modelos de gobierno más avanzados.

Cuando en 1989 se reformó la Ley de Sociedades Anónimas, se introdujeron algunas mejoras parciales en temas relacionados con el gobierno de las sociedades como el aumento de la responsabilidad de los adminis-

tradores, la regulación del voto por representante o las acciones sin voto. Sin embargo, el legislador dejó pasar la oportunidad de introducir en la Ley un modelo de gobierno de las sociedades que ofreciese soluciones a los problemas que se plantean en el seno de las sociedades cotizadas.

V. EL CÓDIGO OLIVENCIA

España no podía ser una excepción a los movimientos de reforma que sacudían la escena internacional. A propuesta de la CNMV, el Consejo de Ministros, en su reunión de 28 de febrero de 1997, acordó la creación de una "Comisión Especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades". La Comisión Especial, presidida por el profesor Manuel Olivencia, elaboró un informe sobre la problemática de los consejos de administración y un Código de buen gobierno. Estos documentos constituyen la base sobre la que se asienta la reforma de las estructuras de gobierno de las sociedades cotizadas españolas.

El *Código Olivencia* es una *norma blanda*. Está formado por una serie de recomendaciones de asunción voluntaria por las sociedades cotizadas. La comisión redactora ha entendido que en la medida en que exista transparencia y los inversores puedan conocer y valorar

las pautas de gobierno, no hace falta una intervención imperativa del legislador. Al revés: ésta podría ser contraproducente, al imponer a todas las empresas un mismo patrón de administración que, para algunas, puede no ser apropiado.

La eficacia del Código dependerá en gran medida de la información que las sociedades cotizadas proporcionen al mercado sobre su nivel de cumplimiento. Es por ello que el Consejo de Ministros facultó expresamente a la CNMV a que recabara información a las sociedades cotizadas sobre el grado de asunción del Código. En cumplimiento de este mandato solicitó a las empresas cotizadas que en sus cuentas anuales de 1998 informasen al mercado sobre sus reglas de gobierno y sobre el grado de asunción del Código.

Los datos que arrojan las cuentas anuales del 98 son razonablemente satisfactorios. Treinta sociedades han adoptado un Reglamento del Consejo que cumple las recomendaciones del *Código Olivencia*. Estas sociedades representan, por volumen, el 35% del mercado continuo y el 43% del Ibex 35. Además, setenta sociedades han informado sobre sus prácticas de buen gobierno, lo que representa el 89% del mercado continuo y el 82% del Ibex 35. Sin embargo, hay que reconocer que la calidad y la amplitud de la información presenta notables diferencias.

En relación con la información correspondiente a 1999, la CNMV ha dado un paso más y ha enviado a todas las sociedades cotizadas un elaborado modelo de información al mercado sobre la asunción del Código de buen gobierno. El plazo para contestar termina el 30 de junio de 2000.

VI. ACTUACIONES POSTERIORES AL *CÓDIGO OLIVENCIA*

La implantación de principios de buen gobierno en las sociedades cotizadas no es un proceso estático y cerrado que pueda darse por finalizado con la publicación del Código de buen gobierno. Resulta esencial mantener vivo el debate sobre los sistemas de gobierno para que no se detenga el impulso inicial logrado con el Código. La globalización de la economía obligará a muchas empresas españolas a buscar financiación en los mercados internacionales y no cabe duda de que la implantación de reglas de gobierno que sean transparentes y den respuestas adecuadas a los intereses de los accionistas reforzará su competitividad. La existencia de "ratings" sobre el gobierno de las sociedades, que en los próximos meses incluirán empresas españolas, nos

obliga a mantener una atención constante sobre estas cuestiones ⁽¹⁾.

El Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su reunión del 24 de noviembre de 1999, acordó que se reanuden las reuniones de la *Comisión Olivencia* para realizar un seguimiento y valoración del Código de buen gobierno, analizar los nuevos problemas que se plantean en relación con el buen gobierno de las sociedades cotizadas y, en su caso, proponer las reformas normativas que estime oportunas. Todos los miembros de la *Comisión Olivencia* han aceptado este nuevo mandato.

En 1998 se ha utilizado la Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores para modificar determinados artículos de la Ley de Sociedades Anónimas con la finalidad de liberalizar y flexibilizar el régimen de emisión de valores. Especialmente significativa es la modificación del artículo 159 de la LSA, que facilita la supresión del derecho de suscripción preferente. De esta forma, se simplifican los aumentos de capital y se posi-

⁽¹⁾ La consultora belga "Deminor", especializada en cuestiones de "corporate governance", realiza por encargo de un grupo de inversores institucionales europeos un "rating" sobre el gobierno de las principales sociedades cotizadas europeas. Este "rating" se estructura en los cuatro apartados siguientes: derechos y deberes de los accionistas, ausencia de blindajes, transparencia y estructura del consejo e incluye para cada apartado un "rating país". Este año "Deminor" va a incluir por primera vez empresas españolas en su "rating".

bilita la realización de determinadas operaciones que antes estaban prohibidas. Ahora bien, la contrapartida de la liberalización es el nacimiento de nuevos deberes fiduciarios de los administradores, que deben aumentar su diligencia para evitar que los accionistas resulten perjudicados por la privación del derecho de suscripción preferente.

La Ley de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, de 1999, ha modificado la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley del Mercado de Valores para regular los sistemas de retribución que conlleven la entrega de acciones, de opciones sobre acciones o que estén referenciados al valor de éstas. La norma regula estos sistemas de retribución de una forma muy rigurosa. Sin embargo, se trata de una regulación parcial, que contempla sólo una modalidad de retribución de los administradores, mientras que las restantes modalidades siguen adoleciendo de una regulación escasa y que responde a parámetros diferentes.

El 30 de mayo de 2000, una ponencia especial de la Comisión General de Codificación ha presentado un Anteproyecto de Código de Sociedades Mercantiles, dentro del cual se dedica un libro entero, el III, a una pormenorizada regulación de las Sociedades Cotizadas (arts. 355 a 432).

VII. PRINCIPALES DEBILIDADES DE LA NORMATIVA ESPAÑOLA

En los últimos años, la normativa española sobre sociedades anónimas y sobre los mercados de valores se ha liberalizado y en muchos aspectos, como por ejemplo en materia de emisiones, se ha situado al nivel de la de los países más avanzados de nuestro entorno. Sin embargo, la regulación del gobierno de las sociedades cotizadas no ha avanzado en igual medida y se sigue rigiendo por los principios establecidos en la Ley de Sociedades Anónimas de 1951.

A diferencia de los principales países de Europa, cuyas leyes de sociedades anónimas se han adaptado a las nuevas exigencias del gobierno corporativo, nuestra normativa presenta un vacío al que, en opinión de amplios sectores doctrinales, debería ponerse remedio de forma urgente. Las recomendaciones del Código de buen gobierno, aunque acertadas, difícilmente pueden

suplir determinadas carencias normativas en esta materia.

A lo largo de la sesión, se pusieron de manifiesto algunas cuestiones fundamentales para el buen gobierno en las que la normativa española no tiene en cuenta la problemática especial de las sociedades cotizadas.

* Debilidad del sistema legal de elección de consejeros: En teoría, los miembros del consejo de administración deben representar a todos los accionistas. Sin embargo, mientras que los inversores institucionales y, en general, aquellos que tienen participaciones significativas en el capital de la sociedad sí que están representados en los consejos de administración, en las sociedades cotizadas hay una gran masa de pequeños accionistas absentistas que son incapaces de organizarse para hacer valer sus derechos. El sistema de representación proporcional previsto en la LSA no funciona como mecanismo para hacer que los pequeños accionistas se agrupen y obtengan representación en el consejo y nuestro derecho desconoce la figura del consejero independiente, que es quien puede defender mejor los intereses de esa masa de pequeños accionistas "anónimos".

* Deberes fiduciarios: La legislación española no ha codificado legalmente los deberes fiduciarios de lealtad y defensa del interés social de los administradores y los accionistas significativos como, por ejemplo, los deberes relativos a la fijación de retribuciones, al control de

operaciones vinculadas, o los que surgen con ocasión de la exclusión del derecho de suscripción preferente. La regulación no debería establecer una prohibición de ciertas operaciones, que en muchos casos están justificadas financieramente, sino someterlas a controles procedimentales y dotarlas de mayor transparencia.

* Medidas de blindaje: La implantación de medidas de blindaje pone de manifiesto, en muchas ocasiones, la divergencia de intereses entre administradores y accionistas. Hasta ahora, la posibilidad de lanzar OPAs parciales que, tal y como demuestra la experiencia, suelen perjudicar a los accionistas, servía de justificación a la adopción de medidas anti-OPA. Sin embargo, la inminente aprobación de la Directiva comunitaria sobre OPAs va a poner fin a la posibilidad de lanzar OPAs parciales y va a imponer que todas las ofertas sean por el 100% del capital. Esta circunstancia nos obliga a replantearnos la problemática de las medidas de blindaje y a responder a tres cuestiones fundamentales: ¿son legales las medidas de blindaje?, si son legales, ¿cómo se deben crear los blindajes? y, en caso de que una sociedad haya establecido medidas de blindaje, ¿cómo se eliminan?

* Autocartera: Aunque la autocartera puede ser muy útil para proporcionar liquidez a valores poco profundos, una autocartera mal gestionada puede producir distorsiones en el precio de la acción y tratos discriminatorios entre accionistas. La Ley española regula la

utilización de la autocartera por las sociedades cotizadas españolas de una forma que, en términos generales, puede considerarse permisiva. Por este motivo, hay que plantearse la posibilidad de crear un régimen específico para sociedades cotizadas que, manteniendo la licitud de las operaciones de autocartera con el límite del 5%, exija que el consejo asuma una mayor responsabilidad y garantice un adecuado régimen de información al mercado e imponga especiales cautelas en la creación de derivados sobre las propias acciones.

* Contenido de la memoria: El contenido de la memoria anual que las sociedades elaboran todos los años, no incluye información sobre *corporate governance*. En cambio, el folleto informativo que los emisores deben registrar en la CNMV con ocasión de las ofertas públicas de valores o de las admisiones a negociación contiene una información muy completa sobre sus mecanismos de gobierno. Si se unificase el contenido de ambos documentos, el mercado dispondría de una información mucho más completa sobre el gobierno de las sociedades cotizadas. Además, resultaría mucho más sencillo emitir valores o realizar ofertas públicas, pues al coincidir el contenido de la memoria anual con el del folleto, todas las sociedades tendrían siempre un folleto en vigor.

* Concepto de minoría: El actual límite del 5% del capital, que determina la posibilidad de que las minorías ejerciten determinados derechos sociales no es adecua-

do para las sociedades cotizadas. Esta cifra da lugar a la indefensión de las minorías, pues es difícil que en una sociedad cotizada socios minoritarios lleguen a reunir el 5% del capital. Como solución a este problema alguno de los asistentes sugirió la introducción en la LSA del concepto de *minoría decreciente*.

* Necesidad de revitalizar la junta general: La adopción de algunas medidas, como la presencia del auditor en la junta general para que responda a las preguntas que le planteen los accionistas sobre su trabajo, o una nueva regulación del voto por representante, o la posibilidad de que los accionistas participen a distancia a través de los nuevos medios de comunicación, puede servir para revitalizar el papel de la junta general como órgano de representación de todos los accionistas.

* Actuación de los inversores institucionales: El absentismo del pequeño accionista es, hasta cierto punto, lógico y, por tanto, difícil de evitar. Sin embargo, la Ley debería promover la participación activa de los inversores institucionales en la junta general, ya que su preparación y los elevados números de acciones de las que disponen los convierten en las personas idóneas para controlar la gestión social desde la junta general. La diligencia exigible a todo ordenado gestor de fondos ajenos incluye la obligación de ejercer los derechos de accionista que la ley confiere.

VIII. ACTUACIONES DE FUTURO

La implantación de medidas de buen gobierno en las sociedades cotizadas es un proceso dinámico que no debe detenerse y que requerirá de nuevas actuaciones del legislador español. A continuación se recogen las conclusiones a las que llegaron los asistentes a la reunión sobre las líneas maestras que deben regir las futuras acciones que se emprendan en esta materia.

¿Deben regularse los principios de buen gobierno en normas imperativas o resultan preferibles las normas blandas (soft law) de cumplimiento voluntario?

La opción de las normas blandas, a pesar de ser la dominante en el Derecho comparado, ha sido criticada en España por determinados sectores doctrinales que la consideran ajena a nuestros principios jurídicos. Sin embargo, las normas blandas evitan que se pueda en-

corsetar la estructura y el funcionamiento de los consejos de administración dentro de un marco rígido que tenga como resultado la imposición a gran número de sociedades de un modelo de consejo que no se adapte a sus peculiaridades.

Las normas blandas pueden ser muy eficaces y son especialmente adecuadas para regular aspectos organizativos como, por ejemplo, la estructura y el funcionamiento del consejo de administración. Por este motivo, en opinión de los presentes, el *Código Olivencia* debe mantenerse como norma blanda. Sin embargo, algunas de sus recomendaciones deberían dar lugar a normas imperativas. Para establecer el límite entre normas y recomendaciones, se sugirieron dos criterios:

- a) Las recomendaciones que se cumplan de forma sistemática por la mayoría de las sociedades deberían convertirse en normas imperativas.
- b) Otro criterio, que no es alternativo sino complementario del anterior, es la materia sobre la que versen las recomendaciones. Así, hubo unanimidad entre los asistentes en que cuestiones como los deberes fiduciarios, los conflictos de interés y la transparencia hacia el mercado deben regularse en normas imperativas.

¿Garantiza el sistema de información voluntaria previsto en el Código Olivencia una información suficiente sobre el go-

bierno de las sociedades cotizadas y el grado de asunción del Código de buen gobierno, o es necesario adoptar un sistema de información obligatoria similar al de la Bolsa de Londres?

Si el fundamento de las normas blandas en materia de *corporate governance* es que los propios inversores, al conocer y valorar las pautas de gobierno de cada sociedad, imponen su cumplimiento, resulta imprescindible garantizar un adecuado suministro de información para que los inversores puedan cumplir su función y la norma blanda resulte eficaz.

Todos los asistentes coincidieron en que, a pesar de que la situación ha mejorado de forma considerable, la información que recibe el mercado sobre los mecanismos de gobierno de las sociedades cotizadas sigue siendo escasa. Para poner remedio a esta situación, la CNMV debe agotar los mecanismos de los que dispone y si éstos no fueran suficientes, debería pensarse en alguna reforma normativa con normas de bajo rango.

¿Es necesario modificar el Código Olivencia o crear nuevas normas blandas?

Un análisis ponderado de los efectos que la publicación del Código de buen gobierno ha tenido sobre las sociedades cotizadas españolas nos permitirá valorar si conviene modificar alguna parte de su contenido o in-

cluso si, como se ha hecho en Inglaterra con el Informe *Greenbury* sobre las remuneraciones de los administradores, se deben elaborar nuevas normas blandas de contenidos más específicos. A pesar de la corta existencia del Código, que todavía no permite ponderar debidamente sus efectos, durante la sesión salieron a relucir dos partes del Código que merecen un desarrollo mayor: los requisitos y pautas de actuación del consejero independiente y las remuneraciones de los consejeros.

¿Cómo debe regularse el gobierno de las sociedades cotizadas: en una Ley especial referida exclusivamente a las sociedades cotizadas o introduciendo artículos específicos en la Ley de Sociedades Anónimas?

¿Es necesario introducir alguna modificación urgente en nuestra normativa en relación con el gobierno de las sociedades cotizadas?

Una de las primeras cuestiones que hay que decidir antes de crear un nuevo sistema de gobierno para las sociedades cotizadas es si debe mantenerse la unidad de la LSA o si es mejor aprobar una Ley específica para las sociedades cotizadas.

A pesar de que el gobierno de las sociedades cotizadas debería abordarse de forma global, es posible que determinadas cuestiones requieran una regulación ur-

gente, aunque haya que afrontarla de forma parcial. Para la mayoría de los asistentes, la regulación de los conflictos de interés y de los deberes fiduciarios debería ser objeto de una regulación urgente específica, ante la previsible demora en la aprobación de un código general regulador de la empresa cotizada. De entre todas las cuestiones relacionadas con los deberes fiduciarios de los administradores, la medida de blindaje fue la más debatida, llegándose a la conclusión de que deben estar reguladas por Ley.

Finalmente, y en relación con la realización de reformas parciales, varios de los asistentes insistieron en la necesidad de fomentar la colaboración entre los Ministerios de Economía y de Justicia para garantizar la calidad técnica de las normas.

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

- Nº 1 La financiación de los partidos políticos
—Pilar del Castillo—
- Nº 2 La reforma del Impuesto sobre Sociedades
—Francisco Utrera—
- Nº 3 La conclusión de la Ronda Uruguay del GATT
—Aldo Olcese—
- Nº 4 Efectos del control de los arrendamientos urbanos
—Joaquín Trigo—
- Nº 5 Una política de realismo para la competitividad
—Juan Hoyos, Juan Villalonga—
- Nº 6 Costes de transacción y Fe Pública Notarial
—Rodrigo Tena—
- Nº 7 Los grupos de interés en España
—Joaquín M. Molins—
- Nº 8 Una política industrial para España
—Joaquín Trigo—
- Nº 9 La financiación del deporte profesional
—Pedro Antonio Martín, José Luis González Quirós—
- Nº 10 Democracia y pobreza
—Alejandro Muñoz-Alonso—
- Nº 11 El planeamiento urbanístico y la Sociedad del Bienestar
—Manuel Ayllón—
- Nº 12 Estado, Libertad y Responsabilidad
—Michael Portillo—
- Nº 13 España y la Unión Monetaria Europea
—Pedro Schwartz, Aldo Olcese—
- Nº 14 El gasto público y la protección de la familia en España:
un análisis económico
—Francisco Cabrillo—
- Nº 15 Conceptos básicos de política lingüística para España
—Francisco A. Marcos—
- Nº 16 Hacia un Cuerpo de Ejército Europeo
—Gabriel Elorriaga Fernández—

- Nº 17 La empresa familiar en España
—Aldo Olcese, Juan Villalonga—
- Nº 18 ¿Qué hacer con la televisión en España?
—Luis Núñez Ladevéze—
- Nº 19 La posición del contribuyente ante la Administración y su futuro
—Elisa de la Nuez—
- Nº 20 Reflexiones en torno a una política teatral
—Eduardo Galán, Juan Carlos Pérez de la Fuente—
- Nº 20 Los teatros de Madrid, 1982-1994
Anexo —Moisés Pérez Coterrillo—
- Nº 21 Los límites del pluralismo
—Álvaro Delgado-Gal—
- Nº 22 La industria de defensa en España
—Juan José Prieto—
- Nº 23 La libertad de elección en educación
—Francisco López Rupérez—
- Nº 24 Estudio para la reforma del Impuesto sobre Sociedades
—Juan Costa—
- Nº 25 Homenaje a Karl Popper
—José María Aznar, Mario Vargas Llosa, Gustavo Villalpalos,
Pedro Schwartz, Alejo Vidal-Quadras—
- Nº 26 Europa y el Mediterráneo. Perspectivas de la Conferencia de
Barcelona
—Alberto Míguez—
- Nº 27 Cuba hoy: la lenta muerte del castrismo. Con un preámbulo para
españoles
—Carlos Alberto Montaner—
- Nº 28 El Gobierno Judicial y el Consejo General del Poder Judicial
—José Luis Requero—
- Nº 29 El Principio de Subsidiariedad en la construcción de la
Unión Europea
—José M^a de Areilza—
- Nº 30 Bases para una nueva política agroindustrial en España
—Aldo Olcese—
- Nº 31 Responsabilidades políticas y razón de Estado
—Andrés Ollero—
- Nº 32 Tiempo libre, educación y prevención en drogodependencias
—José Vila—
- Nº 33 La creación de empleo estable en España: requisitos institucionales
—Joaquín Trigo—
- Nº 34 ¿Qué Unión Europea?
—José Luis Martínez López-Muñiz—
- Nº 35 España y su defensa. Una propuesta para el futuro
—Benjamín Michavila—
- Nº 36 La apoteosis de lo neutro
—Fernando R. Lafuente, Ignacio Sánchez-Cámara—
- Nº 37 Las sectas en una sociedad en transformación
—Francisco de Oleza—
- Nº 38 La sociedad española y su defensa
—Benjamín Michavila—
- Nº 39 Para una promoción integral de la infancia y de la juventud
—José Vila—
- Nº 40 Catalanismo y Constitución
—Jorge Trías—
- Nº 41 Ciencia y tecnología en España: bases para una política
—Antonio Luque, Gregorio Millán, Andrés Ollero—
- Nº 42 Genealogía del liberalismo español, 1759-1936
—José María Marco—
- Nº 43 España, Estados Unidos y la crisis de 1898
—Carlos Mellizo, Luis Núñez Ladevéze—
- Nº 44 La reducción de Jornada a 35 horas
—Rafael Hernández Núñez—
- Nº 45 España y las transformaciones de la Unión Europea
—José M. de Areilza—
- Nº 46 La Administración Pública: reforma y contrarreforma
—Antonio Jiménez-Blanco, José Ramón Parada—
- Nº 47 Reforma fiscal y crecimiento económico
—Juan F. Corona, José Manuel González-Páramo,
Carlos Monasterio—
- Nº 48 La influencia de los intelectuales en el 98 francés: el asunto Dreyfus
—Alejandro Muñoz-Alonso—
- Nº 49 El sector público empresarial
—Alberto Recarte—

- Nº 50 La reforma estructural del mercado de trabajo
—Juan Antonio Sagardoy, José Miguel Sánchez Molinero—
- Nº 51 Valores en una sociedad plural
—Andrés Ollero—
- Nº 52 Infraestructuras y crecimiento económico
—Juan Manuel Urgoiti—
- Nº 53 Política y medios de comunicación
—Luis Núñez Ladevéze, Justino Sinova—
- Nº 54 Cómo crear empleo en España: Globalización, unión monetaria europea y regionalización.
—Juan Soler-Espiauba—
- Nº 55 La Guardia Civil más allá del año 2000.
—Ignacio Cosidó—
- Nº 56 El gobierno de las sociedades cotizadas: situación actual y reformas pendientes.
—Juan Fernández-Armesto, Francisco Hernández—

FUERA DE COLECCIÓN

- Razón y Libertad
—José María Aznar—
- Política y Valores
—José María Aznar—
- Un compromiso con el teatro
—José María Aznar—
- Cultura y Política
—José María Aznar—

PAPELES DEL INSTITUTO DE ECOLOGÍA Y MERCADO

- Nº 1 Repoblación forestal y política agrícola
—Luis Carlos Fernández-Espinar—
- Nº 2 El agua en España: problemas principales y posibles soluciones
—Manuel Ramón Llamas—
- Nº 3 La responsabilidad por daño ecológico: ventajas, costes y alternativas
—Fernando Gómez Pomar—
- Nº 4 Protección jurídica del medio ambiente
—Raúl Canosa—

- Nº 5 Introducción a la ecología de mercado
—Fred L. Smith—
- Nº 6 Los derechos de propiedad sobre los recursos pesqueros
—Rafael Pampillón—
- Nº 7 Hacia una estrategia para la biodiversidad
—Jesús Vozmediano—
- Nº 8 Caracterización de embalses y graveras para su adecuación ecológica
—Ramón Coronado, Carlos Otero—
- Nº 9 Conocer los hechos, evitar la alarma
—Michael Sanera, Jane S. Shaw—
- Nº 10 Política ambiental y desarrollo sostenible
—Juan Grau, Josep Enric Llebot—

FUERA DE COLECCIÓN

- Mercado y Medio Ambiente
—José María Aznar—

ESSAYS IN ENGLISH LANGUAGE

- Cuba today: The slow demise of Castroism. With a preamble for Spaniards
—Carlos Alberto Montaner—
- Tribute to Karl Popper
—José María Aznar, Mario Vargas Llosa, Gustavo Villapalos, Pedro Schwartz, Alejo Vidal-Quadras—
- The boundaries of pluralism
—Álvaro Delgado Gal—
- In praise of neutrality
—Fernando R. Lafuente, Ignacio Sánchez Cámara—
- Democracy and poverty
—Alejandro Muñoz-Alonso—
- The legal protection of environment
—Raúl Canosa—
- Politics and freedom
—José María Aznar—

FUNDACIÓN PARA EL ANÁLISIS Y LOS ESTUDIOS SOCIALES

PATRONATO

PRESIDENTE: *José María Aznar **

VICEPRESIDENTA: *Esperanza Aguirre*

VOCALES

*Miguel Blesa, Pío Cabanillas,
Juan Fernández-Armesto *,
Carmen Fraga, Antonio Fontán,
Ignacio Gómez-Acebo, Juan Hoyos,
Jaime Lamo de Espinosa, Juan José Lucas,
Sebastián Martín Retortillo, José María Michavila *,
Alejandro Muñoz-Alonso, Aldo Olcese,
Marcelino Oreja, Félix Pastor, José Pedro Pérez-Llorca,
Manuel Pizarro, Pedro Schwartz,
Jesús Trillo-Figueroa, Alejo Vidal-Quadras,
Juan Villalonga, Tomás Villanueva.*

SECRETARIO GENERAL: *Miguel Ángel Cortés **

VICESECRETARIO GENERAL: *Alfredo Tímermans*

DIRECTOR GENERAL: *Juan Soler-Espiauba*

CONSEJO ASESOR

*José Luis González Quirós, José María Marco,
José Luis Martínez López-Muñiz, Ramón Pi,
Carlos Rodríguez Braun, Joaquín Trigo*

INSTITUTO DE ECOLOGÍA Y MERCADO

CONSEJO ASESOR

PRESIDENTA: *Esperanza Aguirre*

VOCALES

*Francisco Cabrillo, Borja Cardelús,
Javier Castroviejo, Emilio Fernández Galiano,
José María Fluxá, Manuel Jesús González González,
Jesús Huerta de Soto, Henri Lepage, José Luis Moreno Casas, Carlos Otero,
Rafael Termes, Antonio Tornel,
Francisco Utrera, Alejo Vidal-Quadras.*

** En la actualidad en situación de suspensión temporal voluntaria de sus funciones.*

Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales

c/ Velázquez, 29 - 4º izda. 28001 Madrid

Teléfonos: 91 576 68 57 y 91 575 67 58. Fax: 91 575 46 95

e-mail: fundaes@fundaes.es