

# Reforma de las sociedades cotizadas\*

Sr. D. JUAN FERNÁNDEZ-ARMESTO  
*Abogado*

19 de febrero de 2004



*Anales de la Academia Matritense del Notariado*

TOMO XLIV  
*Separata*

\* El presente artículo está basado en una conferencia dada en la Academia Matritense del Notariado.

## 1. INTRODUCCIÓN

La gobernanza de las grandes empresas es la cuestión más candente del Derecho mercantil, la problemática que preocupa a todos los legisladores. Que las empresas estén bien o mal gobernadas incide directamente sobre la capacidad de generación de riqueza de una nación. En una economía de mercado, los únicos que generan riqueza son las empresas. Mal gobernadas dilapidarán recursos, bien gobernadas los multiplicarán.

En las sociedades cotizadas ocurre un fenómeno bien conocido: propiedad y gestión están separadas. La propiedad corresponde a miles de accionistas, la gestión a unos mandatarios profesionales. Toda la problemática del gobierno corporativo se puede reconducir a una sola cuestión: ¿cómo lograr que los gestores elegidos se dediquen leal y diligentemente a defender los intereses dispersos de una masa cambiante y amorfa de accionistas? La Ley de Sociedades Anónimas dio una contestación excesivamente simplista a este «problema de mandato»: estableciendo que los administradores serían elegidos por los accionistas, proporcionalmente a su participación en el capital<sup>1</sup>. Y permitiendo que la Junta de Accionistas pudiera destituirlos, en cuanto perdiera su confianza en ellos, sin tener que dar explicación alguna<sup>2</sup>.

El sistema no ha funcionado. Es una realidad que la mayoría de los accionistas de las sociedades cotizadas no se molesta en votar en las juntas generales. El coste de asistir a la junta y votar físicamente<sup>3</sup> es prohibitivo –y a cambio de ese esfuerzo, el accionista no recibe ventaja alguna–. Los accionistas que estén disconformes con la gestión no tie-

<sup>1</sup> Arts. 123 y 137 LSA.

<sup>2</sup> Art. 131 LSA.

<sup>3</sup> El legislador español ha tomado un paso importante para reducir el coste de asistencia a las Juntas: permitir el voto y el otorgamiento de apoderamiento electrónicos –art. 105.4 LSA, reformado por la Ley Financiera, Ley 26/2003 de 17 de julio–. Ahora bien: el legislador permite el voto electrónico, no lo impone; la decisión queda a discreción de las propias sociedades, que tienen que regularla en sus estatutos; hasta la fecha, la previsión legal no ha tenido impacto práctico alguno.



nen otra solución racional que «votar con los pies», vender sus acciones y reinvertir en otras sociedades mejor gobernadas. En las grandes sociedades los administradores son elegidos por cooptación dentro del propio consejo y la junta general realiza una labor muy limitada de control de la gestión. Y además existen grandes accionistas, accionistas de referencia, que ejercen un poder significativo sobre la gestión de la sociedad. Un poder que con frecuencia excede ampliamente del que proporcionalmente les correspondería. Y siempre que existen poderes amplios y ausencia de control efectivo, surgen tentaciones y oportunidades de abusar. Oportunidades para que los iniciados –los gestores y accionistas que controlan la empresa– usurpen a los accionistas externos –los minoritarios que han comprado en bolsa– una parte de la riqueza que les corresponde.

## 2. LOS DOS GRANDES PROBLEMAS DE LA GOBERNANZA

Los grandes escándalos financieros y fraudes que en los últimos años han sacudido las empresas cotizadas en todos los países, son buena prueba de las nefastas consecuencias que una mala gobernanza puede generar. ¿Cuáles son las causas comunes a todos estos escándalos y, por lo tanto, los principales males a extirpar a través de una legislación eficiente? En mi opinión son dos:

- la falsificación de la contabilidad; y
- el enriquecimiento ilícito por administradores, directivos y grandes accionistas, en perjuicio de la masa de pequeños accionistas.

Todos los demás asuntos y problemas me parecen secundarios.

Exigir que la contabilidad de las sociedades cotizadas sea veraz parece un pleonasma. Desgraciadamente no lo es. Escándalo tras escándalo nos viene demostrando que aún no hemos sabido desarrollar sistemas eficientes para evitar que directivos desaprensivos, con la colaboración de auditores negligentes, sean capaces de aprobar, con inusitada facilidad, cuentas falsificadas. No cuentas que muestren una imagen distorsionadas, sino cuentas falsificadas del primer al último asiento. Mientras que no logremos instaurar un sistema que garantice la corrección de las cuentas, huelga discutir sobre cualquier otro aspecto del buen gobierno.

Las apropiaciones de fondos por los iniciados – accionistas de control, administradores, directivos – en perjuicio de la gran masa de accionistas, se amparan y justifican a través de tres estructuras legales:

- las remuneraciones exageradas,
- las *stock options* y otros sistemas de remuneración ligados al precio de la acción, y
- las transacciones interesadas.

No creo que exista duda alguna que en los últimos años ciertas remuneraciones de directivos han alcanzado niveles exagerados<sup>4</sup>. En 2003 Warren Buffet, el carismático Presidente de la sociedad de inversión Berkshire Hathaway dedicó su famosa carta anual dirigida a los inversores a criticar la excesiva remuneración de los ejecutivos americanos<sup>5</sup>. Blas Calzada, Presidente de la CNMV, ha dicho públicamente: «No me gusta que algunos miembros de Consejos de Administración tengan remuneraciones escandalosas»<sup>6</sup>. En un informe publicado en 2003 por Heidrick & Struggles, la empresa de cazatalentos, comparando los diferentes países europeos, España es el segundo país por la cola en la valoración de sus estándares de buen gobierno, mientras que los consejeros españoles son los mejor pagados<sup>7</sup>. Hay un dato aún más preocupante: según The Economist, hace 30 años la remuneración media del primer ejecutivo de una de las principales empresas americanas era 39 veces el salario de un empleado medio. En 1999 el factor multiplicador había aumentado hasta 1.000<sup>8</sup>.

El instrumento que ha permitido estos incrementos espectaculares de los niveles de remuneración ha sido las opciones sobre acciones, las *stock options* introducidas durante la burbuja especulativa de finales del siglo pasado<sup>9</sup>. La idea subyacente en principio era loable: otorgando opciones vinculadas a la evolución de la cotización de la propia sociedad se lograba alinear los intereses, teóricamente contrapuestos, de directivos y accionistas. Las expectativas se han frustrado: por un lado, porque el alineamiento de intereses solo se produce cuando el precio de las acciones sube, no cuando baja –si las acciones se encarecen, gana el directivo; si bajan, solo pierde el accionista–; y por otro porque la perspectiva de un enriquecimiento desmesurado desató la natural codicia del hombre. Emitidas las «*stock options*», los directivos tenían un interés

<sup>4</sup> Cfr. en general Fernández-Armesto: «La remuneración de los administradores en la sociedad cotizada» en AAVV: «El gobierno de la empresa», Dir. E. Bueno.

<sup>5</sup> La carta se encuentra en [www.berkshirehathaway.com/letters](http://www.berkshirehathaway.com/letters).

<sup>6</sup> *Financial Times*, 30.4.2003, y *El País*, 5.6.2003.

<sup>7</sup> Heidrick & Struggles, 2003, *Survey*, p. 10.

<sup>8</sup> *The Economist*: «A survey of capitalism and democracy», 28.6.2003, p. 8.

<sup>9</sup> Para una descripción detallada del fenómeno, cfr. Ibáñez Jiménez: «Stock options» (2000).



desmesurado por incrementar el valor de la acción –hasta el punto que algunos cayeron en la tentación de manipular las cuentas de su empresa, con tal de evitar el desplome de las cotizaciones y la pérdida de sus expectativas.

Si las remuneraciones excesivas, en especial en forma de opciones, es la forma preferida de los administradores y directivos para extraer riqueza de la sociedad, las transacciones interesadas son el instrumento utilizado por los accionistas de control para enriquecerse a costa de la masa común. Los legisladores latinos, y el español no es una excepción, apenas han prestado atención a estas prácticas, y cuando lo han hecho ha sido con una gran dosis de ingenuidad. Dos jóvenes investigadores que trabajan en Harvard, Rafael La Porta y Florencio López de Silanes, han acuñado un término muy gráfico: en un brillante artículo recientemente publicado denominan «*tunneling*» a la usurpación que sufren los accionistas minoritarios de una sociedad cotizada, cuando los accionistas que la controlan se enriquecen extrayendo activos, oportunidades de negocio y beneficios<sup>10</sup>.

El «*tunneling*» puede tomar dos formas: en primer lugar, el accionista de control puede transferir recursos de la empresa a su propio patrimonio a través de operaciones vinculadas. El sistema jurídico por supuesto prohíbe el robo o el fraude, pero existen formas mucho más sutiles para realizar la transferencia. Ventas de activos, contratos a precios convenidos, apropiación de oportunidades de negocio, garantías... las posibilidades son muy amplias. En segundo lugar, los accionistas de control también pueden apropiarse de riqueza que legítimamente corresponde a los minoritarios, a través de operaciones de dilución, que reduzcan la participación de los accionistas minoritarios en el capital, o el valor relativo de sus acciones. Las operaciones de fusión a precios convenidos, las ampliaciones de capital con prima insuficiente o reservadas a ciertos accionistas, las compras de paquetes de acciones a precios diferentes, son ejemplos de «*tunneling*». Aquí aun es más difícil detectar la usurpación, pues ésta se esconde tras un manto de complejidad financiera y jurídica.

El problema del «*tunneling*» es especialmente agudo en mercados, como el español, en el que la inmensa mayoría de las sociedades cotizadas está controlada por uno o varios accionistas de control. Existe una formidable evidencia empírica que demuestra que el «*tunneling*» puede resultar en la redistribución de cantidades muy significativas, cuando el

<sup>10</sup> Johnson/La Porta/ López de Silanes/Schleifer: «*Tunneling*», en *American Economic Review*, 90 (2000), p. 22 ss.; también en <http://papers.ssrn.com>.

sistema jurídico no dispone de remedios eficaces para combatir las infracciones del deber de lealtad.

El mercado es plenamente consciente que un accionista de control es capaz de extraer unos dividendos adicionales, beneficios a los que el accionista de a pie nunca va a tener acceso. Este convencimiento se refleja en la prima de control, el sobreprecio que un adquirente está dispuesto a pagar por un paquete de acciones que le permita dominar la empresa. La prima de control se incrementa cuando el adquirente opera en un marco legal que le permite extraer de la compañía más valor del que le corresponde por su participación en capital. ¿Qué ocurre en España? ¿Es alta o baja la prima de control que los adquirentes están dispuestos a satisfacer? En los países anglosajones es donde se registra el diferencial más bajo –aproximadamente un 2,5%–. El más alto lo encontramos en los países emergentes, donde con frecuencia supera el 50%. El diferencial en España, según los cálculos de Cándido Paz-Ares, ronda el 18,5%. Y el propio autor sentencia con encomiable laconismo: «*Res ipsa loquitur*»<sup>11</sup>.

### 3. LA REFORMA EN ESPAÑA

España ha vivido un proceso acelerado de reforma de su sistema legal de gobernanza en las empresas cotizadas. Es fácil olvidar que hasta 1998 –hace seis años– la cuestión no había merecido interés alguno: ni en la literatura científica, ni en la realidad social, ni en la legislación. Era un tema virgen. Fue la CNMV la que puso en marcha el proceso, con el apoyo decidido del gobierno. Un código no vinculante, el Código de Buen Gobierno del Profesor Olivencia<sup>12</sup>, un Informe redactado por un grupo de expertos independientes, el Informe Aldama<sup>13</sup>, y tres reformas legales (la Ley de Opciones, la Ley Financiera, la Ley de Transparencia)<sup>14</sup> son los principales jalones en el proceso de reforma.

<sup>11</sup> Paz-Ares: «La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo», p. 12, InDret 4/2003, *Working paper*, nº 162, [www.indret.com](http://www.indret.com).

<sup>12</sup> La Comisión, presidida por Olivencia, fue creada por el Consejo de Ministros de 28 de febrero de 1997; el texto del Informe y del Código pueden encontrarse en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

<sup>13</sup> Creada por acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de julio de 2002; el texto del Informe está disponible en la misma web señalada en la nota anterior.

<sup>14</sup> Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero y Ley 26/2003 de 17 de julio por la que se modifica la LMV y la LSA con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.



Al regular las sociedades cotizadas, el legislador puede hacer uso de dos instrumentos<sup>15</sup>: leyes formales –fuentes del Derecho en el sentido del art. 1.1 C.c.– o «leyes blandas», códigos voluntarios unidos a la obligación de «cumplir o explicar»<sup>16</sup>. En este último caso, las sociedades cotizadas se pueden apartar de las buenas prácticas recomendadas, siempre que ofrezcan una explicación detallada y motivada de sus decisiones, y la sometan a la valoración de los mercados.

El Código de Buen Gobierno, primer hito en el proceso de reforma, encaja nítidamente dentro de la filosofía del «cumplir o explicar». Su problema fue que llevó el voluntarismo hasta sus últimos extremos: no solo era voluntario cumplir o no las «Recomendaciones» del Código Olivencia, sino que no existía una obligación clara e incuestionable de informar al mercado sobre el grado de cumplimiento. Los sistemas de «soft law» sólo pueden funcionar con éxito si las recomendaciones voluntarias son complementadas con una obligación legal inexcusable, a cargo de las propias sociedades, de informar públicamente. La Recomendación 23<sup>a</sup> del Código estableció la conveniencia de que las sociedades cotizadas informaran anualmente sobre sus reglas de gobierno, razonando las que no se ajustaran a las Recomendaciones del Código. Pero el legislador mantuvo este principio a nivel de recomendación, sin convertirlo en norma exigible. La CNMV, con buena voluntad, intentó obtener y publicar datos de las empresas<sup>17</sup>, pero lo cierto es que faltó el impulso normatizador y ejemplarizante que imprime la obligación legal.

Reconociendo este fallo, el Informe Aldama abogó por una intervención legislativa que obligara a las empresas a proporcionar información transparente y veraz cuando no se atuvieran a las prácticas recomendadas. La Ley de Transparencia ha venido a dar cumplimiento a esta propuesta, al crear la obligación de que las sociedades cotizadas publiquen anualmente un extenso Informe de Gobierno Corporativo<sup>18</sup>.

<sup>15</sup> Para un desarrollo de estas dos vías, cfr. Olivencia: «El gobierno de las sociedades» en LH Sánchez Calero, II, (2002), p. 1771.

<sup>16</sup> El término, de origen inglés, es utilizado por primera vez en el Informe Aldama.

<sup>17</sup> Véanse los «Análisis de los resultados del cuestionario sobre el Código de Buen Gobierno», relativos a los ejercicios 1999, 2000 y 2001 en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es); las contestaciones son muy parciales y la veracidad al menos dudosa; para su análisis Fernández-Armesto/Hernández: «El gobierno de las sociedades cotizadas: situación actual y reformas pendientes», Papeles de la Fundación Faes, 56, (2000); también en [www.jfarmesto.com](http://www.jfarmesto.com).

<sup>18</sup> Cfr. el nuevo art 116 LMV, desarrollado por la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, en especial art. 1.1.f; la CNMV ha aprobado un modelo obligatorio de Informe Anual de Gobierno Corporativo, que constituye la piedra de cierre del sistema. Es un

¿Cómo ha afectado esta reforma a mis dos grandes preocupaciones, la veracidad de las cuentas y la expropiación de los accionistas minoritarios?

#### 4. LA VERACIDAD DE LAS CUENTAS

Sólo existe una vía para mejorar la fiabilidad de la información contable: introducir más controles, tanto internos como externos. En ambas áreas se han producido avances notables. Y en ambas áreas creo que aún quedan medidas por adoptar.

La Ley Financiera ha dado un paso importante al exigir que todas las sociedades emisoras de valores, dispongan, dentro del consejo, de un comité de auditoría<sup>19</sup>. Se ha convertido así en obligación legal lo que era una simple recomendación del Código de Buen Gobierno<sup>20</sup>. Sin embargo, por razones difícilmente explicables, el legislador, al convertirla en Ley, ha agudizado significativamente la recomendación. Olivencia centraba las funciones del Comité en el control contable. Y aplicando el principio de que no es sano que los controlados participen en el órgano de control, prohibía la participación en el Comité del Presidente ejecutivo o de los consejeros ejecutivos. La ley, por el contrario, ha desdibujado la función de control del comité de auditoría, y permite que tanto el Presidente como los ejecutivos participen en él (siempre que sean minoría). Las empresas, por supuesto, pueden adoptar voluntariamente los estándares más exigentes del Código de Buen Gobierno. Pero es un contrasentido que la ley, al regular coactivamente esta materia, lo haya hecho sin exigir lo que, de acuerdo con el Código de Buen Gobierno, constituyen las buenas prácticas de actuación.

El otro instrumento de control de las cuentas anuales lo constituyen los auditores. En su esencia, los auditores son unos profesionales independientes, seleccionados y pagados por la compañía, a los que la ley otorga un monopolio: el de la revisión externa de las cuentas. Toda compañía cotizada tiene que revisar sus cuentas, y lo tiene que hacer precisamente a través de una auditoría. Shakespeare aún creía en los

documento técnicamente muy bien preparado, que exige un alto nivel de transparencia y franqueza a las sociedades cotizadas y en especial a los consejos de administración que deben aprobarlo, para un análisis detallado cfr. Sánchez Calero: «Informe anual de gobierno corporativo», RDBB, 94 (2004), p. 7.

<sup>19</sup> DA 19<sup>a</sup> LMV.

<sup>20</sup> Recomendación 8<sup>a</sup>.



auditores. Flavio, el protagonista de «Timón de Atenas», uno de sus dramas menores, exclama: «Si sospecháis de mí como despilfarrador o defraudador, hacedme citar ante los más rigurosos auditores y obligadme a rendir cuentas»<sup>21</sup>.

Si Shakespeare viviera hoy, no creo que se atreviera a poner una frase así en boca de Flavio.

El modelo de auditoría, tal como se ha desarrollado en nuestra legislación, que en este punto no difiere de todas las de nuestro entorno, ha fracasado. Y ha fracasado porque los auditores, utilizando su monopolio legal como banderín de enganche, se reconvirtieron en proveedores de toda clase de servicios, más rentables y más remuneratorios que la aburrida revisión de libros. Y en ese recorrido, los conflictos de intereses socavaron totalmente su independencia. Resultado: en los recientes escándalos financieros, tanto en el extranjero como en España, las empresas recibieron, hasta el último momento, informes de auditoría limpios, sin salvedad alguna. ¿Para qué sirve un instrumento, impuesto por Ley, que constituye un importante coste de transacción y que sistemáticamente es incapaz de cumplir la función para la cual fue creado? De ahí que en todos los países, y especialmente en los EE.UU., se esté planteando una profunda revisión de la forma de nombramiento, de las funciones y de la independencia de los auditores.

¿Qué ha hecho el legislador español? Quizá sea en este punto donde los avances hayan sido más tímidos. Es cierto que se ha reformado la Ley de Auditoría<sup>22</sup>, para aparentemente reforzar la independencia. Pero a pesar de ello, la Ley española sigue permitiendo que los auditores presten prácticamente todo tipo de servicios a las empresas que auditan<sup>23</sup>. El legislador tampoco ha aceptado otra de las innovaciones de la Ley Sarbanes-Oxley americana: la exigencia que la contratación de servicios a los auditores tenga que ser autorizada por el Comité de Auditoría.

Mi posición en materia de contratación de servicios auxiliares a los auditores es muy clara y contundente: habiendo como hay miles de proveedores de servicios en el mercado, no veo en absoluto la necesidad de que una sociedad cotizada los contrate precisamente al auditor que ha elegido para que revise sus cuentas. Para seguir citando a Shakespeare,

<sup>21</sup> Timon of Athens, Act II, Scene II, 165: «If you suspect my husbandry or falsehood, call me before the exactest auditors and set me on the proof».

<sup>22</sup> La Ley Financiera también ha reformado la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas.

<sup>23</sup> Cfr. art. 8.2 Ley de Auditoría de Cuentas.

cuando eso ocurre, algo huele a podrido en el Reino de Dinamarca<sup>24</sup>. En materia de independencia no caben medias tintas. Por ello abogo decididamente por una prohibición legal absoluta de que una empresa contrate ningún servicio a sus auditores.

## 5. EXPROPIACIÓN DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

Queda por analizar cómo la reforma española del «*corporate governance*» ha afectado los tres grandes mecanismos de expropiación y transferencia de riqueza en perjuicio de los accionistas minoritarios y a favor de los iniciados: la remuneración de administradores y directivos, las «*stock options*» y el «*tunneling*». El Derecho societario ha desarrollado varios instrumentos que pueden ayudar a mitigar estas prácticas abusivas: la transparencia, la responsabilidad de los administradores y los procedimientos internos de aprobación. En materia de transparencia hemos avanzado un buen trecho; la responsabilidad de los administradores se ha reforzado; los procedimientos de aprobación, sin embargo, aún presentan lagunas importantes.

## 6. LA REMUNERACIÓN DE ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS

Veamos en primer lugar los sistemas de remuneración de administradores y directivos, basados en opciones o referenciados a las acciones de la propia sociedad. Aquí el legislador intervino ya a finales de 1999<sup>25</sup>, reformando la Ley de Sociedades, con una clara voluntad política de poner coto a unas prácticas que habían permitido enriquecimientos súbitos y exagerados y parecían causar alarma social. Y lo hizo con acierto: toda remuneración en forma de opciones o sistemas equivalentes debe ser autorizada necesariamente por la Junta de Accionistas, y todo beneficiario debe informar individual y pormenorizadamente de la remuneración recibida<sup>26</sup>. La intervención legislativa ha sido un éxito<sup>27</sup>, cortó de raíz unas prácticas viciosas, que amenazaban con extenderse en España y que muy probablemente sean la causa de muchos de los escándalos

<sup>24</sup> Hamlet, Act I, Scene 4, 90: «Something is rotten in the state of Denmark».

<sup>25</sup> A través de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

<sup>26</sup> Art. 130 II LSA y DA 15ª, II LMV; con más detalle Fernández-Armesto, n. 4, p. 7.

<sup>27</sup> A pesar de que la calidad técnica de la reforma deja mucho que desear.



acaecidos en otros países. Y cortó de raíz esta práctica, no prohibiéndola, sino imponiendo un procedimiento específico de aprobación y fuertes dosis de transparencia. Quizá sea ésta la prueba más convincente que en materia de sociedades cotizadas, la simple prohibición es un instrumento tosco y romo de regulación. Los planes de opción amplios, razonables y que beneficien a un número amplio de empleados, pueden ser un instrumento muy útil para una gestión eficiente. No hay razón alguna para prohibirlos. Siempre que haya transparencia, el mercado de valores desarrolla mecanismos eficientes para disciplinar el comportamiento de las empresas.

En materia de remuneración de los administradores, aunque se han producido avances, la reforma se ha quedado a medio camino. Los avances se han concretado en materia de transparencia: el Informe Anual de Gobierno Corporativo (ajustado al modelo impuesto por la CNMV en su Circular 1/2004) exige una información muy extensa y directa sobre la remuneración no solo de los consejeros, sino también de los altos directivos. Y hay que reconocer que, en este punto, el modelo de la CNMV está redactado con notable precisión<sup>28</sup>. Obliga a identificar las remuneraciones por categorías, incluyendo partidas que hasta ahora frecuentemente se camuflaban (sueldos como ejecutivo, fondos y planes de pensiones, primas de seguro de vida, remuneraciones pagadas por filiales y cláusulas de garantía o blindaje). Además obliga a recoger la remuneración total por clase de consejeros: ejecutivos, externos dominicales, independientes, y mediante una simple división todo inversor puede calcular la remuneración media de un consejero ejecutivo, de un consejero externo y de un consejero independiente.

Se puede reprochar al Modelo que no dé el último paso en defensa de la transparencia: que no imponga la individualización de las remuneraciones<sup>29</sup>. Los críticos probablemente tengan razón. Soy un decidido partidario de que se exija a la sociedad la individualización de las remuneraciones pagadas a sus administradores y directivos: los accionistas son los propietarios de la empresa, y como tales están plenamente legi-

<sup>28</sup> Véanse los apartados B.1.8 a B.1.11 del Modelo de Informe, en el Anexo I a la Circular 1/2004, de 17 de marzo.

<sup>29</sup> El art. 116.4.b) LMV establece que el Informe Anual de Gobierno Corporativo debe señalar la «identidad y remuneración de [los] miembros» del Consejo, abriendo pues la posibilidad a que se exigiera una información individualizada. La posibilidad no fue, sin embargo, aprovechada por la Orden ECO 3722/2003, cuyo art. 1.1.b)III se refiere únicamente a la «remuneración global del Consejo».

timados a conocer detalladamente las retribuciones de los administradores, simples mandatarios que ellos eligen y destituyen y a los que encomiendan la defensa de sus intereses. Pero no exageremos la relevancia de este aspecto. Existe un interés casi morboso en la prensa por el «cuánto cobran». Me parece mucho más significativo que en el futuro la información facilitada por las compañías españolas en materia de remuneración de consejeros y directivos va a ser mucho más precisa, fidedigna y veraz que hasta ahora: la CNMV exige que el Informe lo apruebe el Consejo<sup>30</sup> y la falsedad u omisión de datos constituye infracción administrativa grave<sup>31</sup> —un incentivo muy eficaz para garantizar la calidad de la información.

Sin embargo, la reforma no ha abordado un tema de gran trascendencia: los procedimientos de aprobación y control de las remuneraciones de los administradores. En este punto queda mucho por hacer. No se ha reformado el venerable art. 130, I LSA que, con encomiable pero excesivo laconismo se limita a establecer que «la retribución de los administradores deberá ser fijada en los estatutos». Esto es todo. Tan oscura es la ley, que no está ni siquiera claro cuál es el rol de la Junta y cuál el del Consejo de Administración a la hora de fijar las remuneraciones de los administradores<sup>32</sup>.

El Código Olivencia, tan preciso y admirable en otros muchos puntos, es sorprendentemente parco al regular la remuneración del Presidente y de los consejeros: se limita a recomendar que las retribuciones sean moderadas y proporcionales a los rendimientos de la sociedad y que exista una política de remuneración formal, aprobada por una comisión de retribuciones independiente<sup>33</sup>.

Regular con precisión el procedimiento para la remuneración del Consejo, y en especial del Presidente ejecutivo, es fundamental, pues el proceso está afectado por evidentes conflictos de interés. El impulso inicial para fijar la remuneración y las demás condiciones de empleo del Presidente y de los ejecutivos es, por naturaleza, un acto de gestión, que malamente puede partir de la Junta General de Accionistas. Suprimir este conflicto es imposible: todo lo que el derecho puede hacer es regular y encauzar el conflicto, para dotarlo de «*checks and balances*», de controles y contrapesos. Es urgente que este punto tan sensible sea objeto de una regulación a nivel de Código de Buen Gobierno o de ley for-

<sup>30</sup> Norma 3ª, Circular 1/2004.

<sup>31</sup> Art. 100 b) bis LMV.

<sup>32</sup> Sobre el tema, ver *in extenso* Fernández-Armesto, n. 4, p. 13.

<sup>33</sup> Recomendaciones 15ª y 8ª.



mal. La experiencia inglesa, que ha dedicado especial atención a este aspecto, debería servir de guía<sup>34</sup>.

Una cuestión controvertida es si, para cortar de raíz los excesos en la remuneración de los administradores, sería conveniente que la ley impusiera unos límites máximos. La idea ya fue lanzada, hace decenios, y con extrema severidad, por D. Federico de Castro: proponía prohibir todas las remuneraciones de los consejeros que excedieran del doble del sueldo del director técnico<sup>35</sup>. Hoy la idea ha sido resucitada por la doctrina alemana: Adams<sup>36</sup> ha propuesto que se imponga un tope legal máximo de remuneración igual al sueldo medio alemán multiplicado por 150. Y la Propuesta de Código de Sociedades española, preparada por la Comisión General de Codificación, ha recogido la misma idea, aunque solo para las retribuciones calculadas como participación en beneficios<sup>37</sup>.

Todas estas propuestas deben ser rechazadas de plano. En una sociedad libre una intervención imperativa del Estado fijando la retribución de una actividad particular no es aceptable. Únicamente produciría efectos perniciosos y no deseados: a medio plazo todos los consejeros ganarían oficialmente el límite legal y se desarrollarían mil subterfugios para incumplir el mandato legal.

Cuestión diferente es la conveniencia de que nuestra legislación incorpore un artículo similar al parágrafo 87.1 del *Aktiengesetz* alemán. Esa norma exige que la retribución de los administradores «guarde una proporción razonable con las funciones del consejero y con la situación de la sociedad». En realidad este principio general del derecho también lo encontramos en nuestro ordenamiento, aunque sea de forma más difusa: el art. 117 C.Com. prohíbe los pactos sociales no honestos, el art. 1255 C.c. los contrarios a la moral, el art. 7.2 C.c. proscribire el abuso de derecho. Estos principios han sido utilizados alguna vez por el TS para «cortar los excesos que reiteradamente se vienen cometiendo por los socios mayoritarios que abusan de su fuerza numérica para asignarse pingües emolumentos con cargo a los beneficios sociales en proporción desorbitada en relación a su función» (STS 1.7.1963). Sin embargo, mucho me temo que las resoluciones judiciales son pocas, y los casos de excesos frecuentes. Por ello creo que sería conveniente que, en la futura reforma de la LSA en esta materia, se incluyera un artículo similar al

<sup>34</sup> He concretado mis recomendaciones en Fernández-Armesto, n. 4, p. 31 y ss.

<sup>35</sup> de Castro: «La persona jurídica» (1984) p. 74.

<sup>36</sup> Adams: «Aktioptionspläne und Vorstandsvergütungen» en ZIP, (2002) p. 1325.

<sup>37</sup> Art. 427.2 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, Ministerio de Justicia, (2002).

parágrafo 87.1 del *Aktiengesetz*, un principio general que permitiera a todos los afectados medir la licitud o ilicitud de una determinada remuneración.

## 7. EL «TUNNELING»

¿Qué ha pasado con las prácticas de «tunneling»? ¿Cómo han quedado tras las últimas reformas? Recordemos que el «tunneling», la explotación de los accionistas minoritarios por los accionistas de control, puede adoptar dos formas: las operaciones vinculadas y las operaciones dilutivas. En las primeras, se trata de transacciones entre los accionistas y la propia sociedad. En las segundas, se actúa sobre el capital de la sociedad, en perjuicio de los minoritarios.

La reciente reforma tiene al menos una gran virtud: el legislador abandonó su tradicional ingenuidad, tomó conciencia del problema y ha intentado embridarlo. Y lo ha hecho por dos vías: la responsabilidad de los administradores y la transparencia.

Tras la reforma introducida por la Ley de Transparencia, la LSA dedica por primera vez un artículo, el 127 ter, a los deberes de lealtad de los administradores. El artículo indudablemente podría estar redactado con más fortuna. Y es una pena que el legislador no haya tenido en cuenta las recomendaciones que para su mejora le hicieron llegar diferentes especialistas<sup>38</sup>. Aun así la LSA establece ahora dos principios importantes:

– los consejeros propuestos por los accionistas de control deben abstenerse cuando se aprueben operaciones vinculadas en las que participan los accionistas a los que representan<sup>39</sup> (por desgracia, la LSA se olvidó, incomprensiblemente, de exigir que toda operación vinculante deba ser aprobada por el Consejo –aquí existe una importante vía de agua–);

– los administradores o personas vinculadas a ellos no pueden en ningún caso apropiarse de oportunidades de negocio que correspondan a la sociedad<sup>40</sup>.

En materia de responsabilidad la Ley, aunque bienintencionada, es pues imperfecta; quizá por ello lo intente compensar en materia de trans-

<sup>38</sup> Cfr Paz-Ares, n. 11, p. 161.

<sup>39</sup> Art. 127.ter 3 LSA.

<sup>40</sup> Art. 127.ter 1 LSA.



parencia, al exigir la publicación individualizada de las operaciones vinculadas no una, sino dos veces, en dos documentos distintos:

- semestralmente en la información financiera que se envía a las bolsas (obligación que aún está pendiente de desarrollo reglamentario)<sup>41</sup>;
- anualmente en el Informe de Gobierno Corporativo; el modelo de la CNMV obliga a individualizar todas las operaciones realizadas entre la sociedad y sus accionistas significativos, los administradores y los directivos<sup>42</sup>.

No me cabe duda alguna que la simple obligación de informar reducirá notablemente la incidencia de este tipo de operaciones –el resultado experimentado en las *stock options* se repetirá.

El «*tunneling*» también puede hacerse a través de operaciones que diluyan la posición accionarial de los accionistas minoritarios –una de las estructuras más frecuentes de «*tunneling*» dilutivo que se ha producido en España ha consistido en adquirir primero un paquete de acciones inferior al 25%, con una prima muy significativa, para después tomar el control de la sociedad a través de una fusión–. En esta materia, los progresos no han sido muchos. Es verdad que se ha reformado el Reglamento de OPA's<sup>43</sup>, pero con poco acierto técnico. El legislador, por razones que no comprendo, se ha resistido a suprimir de una vez por todas las OPA's parciales y exigir, como ocurre en todos los países de nuestro entorno, que la OPA sea siempre y necesariamente por el 100%. Mientras existan OPAs parciales, los derechos de los socios minoritarios no estarán perfectamente defendidos. La normativa de fusiones, que ha permitido algunos de los casos de «*tunneling*» más sonados de la experiencia reciente, permanece sin cambios. Los expertos independientes, nombrados por el Registro Mercantil, no han cumplido la función que el legislador les encomendó de proteger los intereses de los minoritarios. De «*lege ferenda*» no veo otra solución que incrementar los poderes de verificación de la CNMV.

## 8. CONCLUSIÓN

De la exposición que precede se puede inducir sin dificultad que coincido ampliamente con la filosofía que ha inspirado la reforma del sistema de gobierno de las grandes sociedades cotizadas; creo que el

<sup>41</sup> Art. 35 III LMV.

<sup>42</sup> Art. 116.2.c) LMV.

<sup>43</sup> A través del RD 432/2003, de 11 de abril.

legislador ha sabido combinar con acierto «ley blanda» y ley formal; acepto que la cadencia de la reforma, aumentando progresivamente el nivel de exigencia, ha sido la adecuada. Únicamente establecería una salvedad: en mi opinión, desde la misma promulgación del Código de Buen Gobierno, se debió haber establecido una norma legal clara, obligando a las sociedades a informar al mercado sobre el grado de cumplimiento de sus recomendaciones.

Los indubitados logros se ven sin embargo empañados por un defecto, sin duda accesorio, pero importante: la calidad técnica de la legislación. Es una opinión compartida por todos los juristas que vienen analizando la reforma, que su calidad técnica es baja. Permítanme algunos ejemplos, cogidos a voleo: El artículo 127 bis LSA define el interés social como el interés de la sociedad –una evidente tautología–. El importantísimo art. 127 ter, que define los deberes de lealtad, es un confuso *pot pourrie*, deslavazado y con claros errores de redacción. El art. 112 LMV define pacto parasocial, pero después nunca más utiliza la definición abreviada. Y qué decir de la famosa Disposición Transitoria relativa a la ineficacia de los pactos parasociales históricos, cuya interpretación es un semillero de problemas. Podría seguir indefinidamente enumerando ejemplo tras ejemplo de errores técnicos, de redacciones equivocadas, de textos redundantes.

Lo que más desalienta es que la falta de técnica obedece más bien a la precipitación y a la falta de interés y no a la ignorancia –porque cuando el legislador se lo propone, es capaz de producir normas de tan alta calidad técnica como el Código de Buen Gobierno.

Aurelio Menéndez<sup>44</sup> ha llamado la atención sobre un fenómeno que aqueja a todo nuestro proceso legislativo: la imperfección o degradación técnica de la norma, la pluralidad de iniciativas en el proceso formativo de las leyes, la exclusión sistemática de la Comisión General de Codificación y del Consejo de Estado, con el resultado de una legislación desordenada y anárquica. Y no se crea que este problema de degradación es un mero juego de salón, que afecta al sentido de la belleza jurídica de los que nos dedicamos a la ciencia del Derecho. Lejos de eso. La falta de claridad de las leyes impide su aplicación correcta por los Tribunales, dificulta que alcancen los efectos queridos por el legislador, reduce la seguridad jurídica de las empresas, incrementa los costes de transacción de operar en España, es un factor –y sin duda nada despreciable– de ineficacia de nuestro sistema.

<sup>44</sup> Menéndez: «La calidad de las Leyes y la reforma de la Comisión General de Codificación», Ponencia presentada en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, 2 de marzo de 1998.