



CONSEJO ASESOR DE EXPANSIÓN Y 'ACTUALIDAD ECONÓMICA'



En la imagen, el Consejo Asesor de EXPANSIÓN y 'Actualidad Económica' celebrado el pasado 12 de abril.

El papel de los consejeros independientes

CONSEJO Los asesores de EXPANSIÓN analizan las recientes reformas sobre la eliminación de los blindajes a los derechos de voto y la evolución de las recomendaciones de gobierno corporativo en las empresas cotizadas.

Expansión. Madrid. El Consejo Asesor de EXPANSIÓN y *Actualidad Económica* debatió el pasado abril los acontecimientos recientes en materia de gobierno corporativo, incluidas las modificaciones del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG) y reformas normativas en ciernes, especialmente la prohibición de limitaciones estatutarias del derecho de voto. A lo largo del debate, se manifestaron puntos de vista dispares sobre varias cuestiones claves.

En primer lugar, se trató la valoración general de las normas de gobierno corporativo.

Algunos miembros señalaron el riesgo de que, ya sea mediante normas imperativas o blandas (recomendaciones), se regule en exceso el funcionamiento de las sociedades cotizadas, se vaya más allá de meras obligaciones de transparencia y se pongan excesivas trabas a la autonomía de la gestión empresarial. No está acreditada empíricamente una relación directa entre el grado de seguimiento de las recomendaciones de

buen gobierno y los resultados económicos de las empresas.

Además, las normas de auditoría (y, en especial, las relativas a los comités de auditoría) están generando, de forma indirecta, una expansión continua de las reglas de buen gobierno. Así, la exigencia normativa de que estén integrados por una mayoría de consejeros "independientes" ha llevado a que, mediante el proyecto de Ley de Economía Sostenible, se prevea una definición legal, por Orden Ministerial, de ese concepto, hasta ahora definido únicamente por el Código Unificado de Buen Gobierno. El propio Sir Adrian Cadbury, impulsor en Reino Unido en los años 90 de las primeras recomendaciones sobre gobierno corporativo (que inspiraron en España en 1997 el llamado Código Olivencia) lamentaría años después, antes de su muerte, el excesivo desarrollo de las recomendaciones y reglas sobre gobierno corporativo, impulsadas a veces por un amplio conjunto de grupos de interés y profesionales (aspirantes a consejeros, consultores y empresas cazatalentos), más que por las verdaderas necesidades de las sociedades cotizadas.

No obstante, los más favo-

rables a las recomendaciones recuerdan que éstas han surgido en sucesivas oleadas como reacciones a escándalos corporativos concretos (ver información adjunta).

Las reglas de buen gobierno corporativo tienen un especial sentido en el caso de las entidades financieras, en las que existe un "grupo de interés" (*stakeholder*) distinto al de los accionistas -los depositantes- que merece una especial protección. De ahí que, en el caso de entida-

des financieras, esas reglas y recomendaciones (impulsadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el Consejo de Estabilidad Financiera) se centren primordialmente en los mecanismos internos de control de riesgos (políticas de remuneraciones, comité de auditoría y unidad de auditoría interna), complementarios del régimen de supervisión externa. Las recomendaciones obedecen también a los conocidos problemas de "agencia"

(esto es, el riesgo de deslealtad de los gestores a los intereses de los accionistas) y de potencial abuso por los accionistas dominantes, especialmente intensas en las llamadas "operaciones con partes vinculadas". Aciertan, por ello, al potenciar cada vez más el papel de los comités de auditoría, de los servicios de auditoría interna y de una política de riesgos que identifique el "mapa" de los más relevantes y la forma de mitigarlos o gestionarlos. Las nuevas recomendaciones (especialmente, las emanadas del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea) insisten en que no basta con la creación de "unidades" de control de riesgos: las entidades en su conjunto deben estar imbuidas de una "cultura de gestión de riesgos", que permita la libre expresión de opiniones por aquellos empleados o consejeros que, especialmente en materia de riesgos o prácticas de negocio, mantengan opiniones discrepantes con los gestores o ejecutivos. Aciertan también al reclamar que las entidades y sus sistemas de incentivos no persigan maximizar los beneficios a corto plazo, sino a medio y largo plazo.

En la práctica, ese cúmulo de reglas y recomendaciones sobre gobierno corporativo

ha tenido efectos muy favorables: las prácticas de las sociedades cotizadas españolas han mejorado extraordinariamente en los últimos años, como se ha puesto especialmente de relieve por la pulcritud con la que han venido desempeñando sus funciones los consejeros y, en particular sus consejeros independientes en operaciones potencialmente delicadas.

Por impulso de la recomendación del Código y, posteriormente, de la Ley de Igualdad de Género, han venido un aumento significativo de la presencia de consejeros, que han pasado de representar el 4% en 2007 al 10% actualmente.

También se juzgó deseable seguir avanzando en la plena transparencia de las retribuciones de los consejeros y altos directivos de las cotizadas, porque la información transmitida al mercado no tiene siempre la claridad deseable.

La imposición de responsabilidades crecientes a los miembros del consejo y, en especial, a los consejeros in-

La Ley de Economía Sostenible prevé una definición legal de los consejeros independientes

El propio Sir Adrian Cadbury lamentaría el excesivo desarrollo de las recomendaciones

Evolución de los códigos de buen gobierno

El Informe Cadbury surgió tras conocerse que el presidente del grupo editor de *Daily Mirror* se había apropiado del dinero del plan de pensiones de sus empleados. La convicción de que el "capitalismo de amiguetes" (*crony capitalism*) había agudizado las malas prácticas que condujeron a la crisis financiera del periodo 1997-1998 en el sudeste asiático (Corea, Indonesia, Tailandia), fue el detonante de que a finales de los años 90, la OCDE promulgara sus Principios sobre Buen Gobierno. Los escándalos surgidos a finales de 2001 en Enron y otras grandes empresas americanas produjeron una nueva oleada de iniciativas, tanto en Estados Unidos (con la Ley Sarbanes-Oxley de 2002), como en la Unión Europea y en España (Ley Financiera de 2002, Comisión Aldama, Ley de Transparencia de 2003 y en 2006 el CUBG). Finalmente, la actual crisis financiera internacional ha provocado la última oleada de iniciativas, centradas en controlar y diseñar mejor los sistemas retributivos y en el buen gobierno de las entidades financieras.



CONSEJO ASESOR DE EXPANSIÓN Y 'ACTUALIDAD ECONÓMICA'



El buen desempeño de las funciones de los independientes requiere una gran dedicación

dependientes, está alejando cada vez más esa figura de su configuración inicial en EEUU. Hace décadas, en ese país actuaban como consejeros independientes típicos altos directivos e incluso presidentes de grandes sociedades o entidades financieras, quienes, por razones casi filantrópicas o de compromiso social, aceptaban ser consejeros, con una baja retribución, en otras sociedades ajenas por completo a las suyas.

Interpretación

Pero esa concepción del consejero independiente como directivo de gran prestigio, con dedicación parcial, baja remuneración y plena independencia de los directivos de la sociedad no ha tenido excesiva implantación en España, donde abundan los consejeros independientes procedentes del mundo de la Universidad o la política, que no están muy familiarizados con el negocio de la sociedad; que mantienen, desde antes de ser nombrados, una relación de amistad o confianza con el presidente de la compañía; y que, en consecuencia, tienen una capacidad limitada para controlar de forma efectiva el funcionamiento de la sociedad, especialmente si su dedicación es limitada.

Las orientaciones recientes en materia de gobierno corporativo (tanto normativas como mediante recomendaciones) han atribuido responsabilidades crecientes de supervisión al consejo y, en especial, a los independientes, sobre todo, en los comités de auditoría, de retribuciones y nombramientos. El buen desempeño de las responsabilidades inherentes a tales funciones exige una gran dedicación (y su consiguiente retribución), lo que hace prácticamente imposible la figura histórica del independiente procedente del mundo de los negocios, con dedicación limitada y baja retribución.

ADAPTACIÓN

La concepción inicial del consejero independiente como directivo de gran prestigio, con dedicación parcial, baja remuneración y plena independencia de los directivos de la sociedad no ha tenido excesiva implantación en España.



Sebastián Albella, socio de Linklaters, junto con Manuel Conthe, presidente del consejo asesor.

La independencia de un consejero no es condición suficiente; es preciso también un conocimiento suficiente del negocio de la compañía. Son los "consejeros expertos dedicados" quienes son más valiosos para el funcionamiento del consejo.

Artículo 147

También fue debatida la experiencia habida con el derecho de nombramiento de consejeros por el sistema proporcional del artículo 137 de la Ley de Sociedades Anónimas, que faculta a un accionista con una participación significativa a solicitar una representación en el consejo proporcional a dicha participación. Según se destacó en la reunión, es un derecho que, reconocido ya en la Ley de Sociedades Anónimas de

1951, no existe en otras legislaciones. Desde el punto de vista legal, se trata de un derecho poco utilizado, cuyo ejercicio es difícil. Exige que exista una vacante previa en el consejo y que las acciones de quien pretenda ejercerlo se agrupen. En las dos ocasiones en que se ha ejercido (por Acciona en FCC y, recientemente, por ACS en Iberdrola), ha quedado enervado, al cesar la junta de inmediato a los consejeros nombrados por el sistema proporcional con el argumento de que representaban a compañías competidoras.

El debate suscitó una encendida polémica cuando se trataron las limitaciones estatutarias de los derechos de voto, una posibilidad que, contemplada desde 1951, no estará permitida a partir de 2011,

de resultados de la reciente modificación de ese precepto, aprobado el jueves a través de la reforma de la Ley de Auditoría de Cuentas.

Blindajes

En contra de los límites estatutarios a los derechos de votos (habitualmente, un 10%), se expusieron argumentos tales como que el único título legítimo para ejercer poder en el seno de la empresa debe ser la propiedad. El derecho de voto es un derecho político tan inherente al derecho de propiedad sobre acciones que su limitación por los estatutos de una sociedad cotizada constituye una restricción del derecho de propiedad incompatible con el artículo 33 de la Constitución Española.

Además, la limitación podría entenderse también con-

traria al Derecho comunitario, ya que dificulta las operaciones transfronterizas de toma de control.

El motivo original que justificó que la ley de 1951 permitiera esas limitaciones (la protección de las minorías frente al accionista dominante) no responde al verdadero efecto práctico que tienen tales limitaciones: "La inamovilidad y el apoltronamiento de los gestores frente a los dueños del capital". Esa limitación es, además, contraria a la igualdad entre los accionistas y la proporcionalidad entre capital y derechos de voto, principios configuradores de la sociedad anónima, según la ley. Su principal autor, Joaquín Garrigues, nunca pudo justificar con argumentos doctrinales convincentes la posibilidad de li-

mitar estatutariamente el derecho de voto. En 2006, el Código Unificado recomendó la supresión de las cláusulas que pudieran constituir una barrera a las tomas de control de sociedades cotizadas. En parecida línea, la normativa de algunos países (como EEUU, Alemania o Italia) ha prohibido las limitaciones del derecho de voto. El principio de estricta proporcionalidad (una acción, un voto) constituye una regla natural en sociedades de capital cotizadas, que logra perfecta correspondencia entre riesgo económico y derecho de voto.

La labor de control de los consejeros dominicales limita el riesgo de abusos de un único accionista

Los miembros del consejo asesor favorables a la libre autonomía de las sociedades para mantener tales limitaciones estatutarias esgrimieron diversas razones. Entre ellas, que la limitación del derecho de voto impide que un inversor pueda lograr el control efectivo de una cotizada adquiriendo una participación significativa (por ejemplo, el 29%), pero que, sin embargo, no lo obligue a lanzar una opa por el 100% de la compañía.

También se defendió que la existencia de estas limitaciones pueden aumentar el poder de negociación de los accionistas en caso de una opa no negociada y obligar al oferente a ser más generoso en el precio ofrecido. Además, puntualizaron que no puede criticar una limitación estatutaria al derecho de voto quien adquirió un paquete de acciones en una compañía que la tenía ya en vigor en el momento de la adquisición. También recordaron que el contenido de la propiedad se puede limitar por ley y que los mercados financieros son capaces de valorar adecuadamente la existencia de control enhancing mechanisms (acciones de voto plural, acciones de fundador, limitaciones del derecho de voto...) que rompen el principio de estricta proporcionalidad entre participación accionarial y derechos de voto en las compañías cotizadas.

El debate interno de la reforma antiblindajes

● Las limitaciones estatutarias de los derechos de voto no estarán permitidas a partir de 2011.

● El principio de estricta proporcionalidad constituye una regla natural en sociedades cotizadas.

● El derecho de nombramiento de consejeros por el sistema proporcional sólo existe en la LSA.

● Los defensores señalan que no se puede criticar la limitación si existía al adquirir la acción.