

OBSERVACIONES Y COMENTARIOS

AL

PROYECTO DE
CÓDIGO UNIFICADO DE RECOMENDACIONES
SOBRE BUEN GOBIERNO
DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

QUE FORMULA



Madrid, 28 de febrero de 2006

ÍNDICE¹

PRINCIPALES MENSAJES.....	3
RESUMEN EJECUTIVO.....	4
Caveats.....	9
COMENTARIOS GENERALES	10
<i>Objetivo de un Código de Buen Gobierno Corporativo.....</i>	<i>10</i>
<i>Antecedentes</i>	<i>11</i>
<i>Aportaciones y novedades</i>	<i>12</i>
<i>Ámbito de aplicación de las recomendaciones</i>	<i>16</i>
<i>Utilidad para los inversores.....</i>	<i>18</i>
<i>Participación pública.....</i>	<i>18</i>
1. COMENTARIOS SOBRE LOS PRINCIPIOS BÁSICOS	19
<i>1.1 Principio de voluntariedad.....</i>	<i>19</i>
<i>1.2 Corolario: principio de justificación legítima</i>	<i>23</i>
<i>1.3 Corolario: principio de indisponibilidad de las definiciones</i>	<i>23</i>
<i>1.4 Principio de generalidad</i>	<i>24</i>
<i>1.5 Propuesta de redacción alternativa.....</i>	<i>25</i>
<i>1.6 Reglas transitorias.....</i>	<i>26</i>
2. COMENTARIOS SOBRE LAS RECOMENDACIONES.....	28
<i>2.1. La cotización de las sociedades integradas en grupos (recomendaciones nº 1 y 2). ..</i>	<i>28</i>
<i>2.2. El levantamiento o supresión de los blindajes estatutarios (recomendación nº 3).</i>	<i>30</i>
<i>2.3. Competencias de la Junta (recomendación nº 4).....</i>	<i>32</i>
<i>2.4. El interés social (recomendación nº 8)</i>	<i>34</i>
<i>2.5. Competencias del consejo: operaciones vinculadas (Recomendaciones nº 9.c) y 69).....</i>	<i>35</i>
<i>2.6. Estructura, tamaño y composición del Consejo de Administración</i>	<i>36</i>
<i>2.7. El Vicepresidente independiente (recomendación nº 23).....</i>	<i>39</i>
<i>2.8. El Secretario del Consejo (recomendación nº 24).....</i>	<i>40</i>
<i>2.9. Las sesiones del Consejo (recomendaciones nº 25-29).....</i>	<i>42</i>
<i>2.10. Evaluación, información y dedicación de los consejeros (recomendaciones nº 30 a 34).....</i>	<i>42</i>
<i>2.11. Clases de consejeros</i>	<i>43</i>
<i>2.12. Cese y dimisión de los consejeros (recomendaciones nº 44 a 48)</i>	<i>45</i>
<i>2.13. Retribución de los consejeros (recomendaciones nº 49 a 57).....</i>	<i>46</i>
3. COMENTARIOS SOBRE EL PROYECTO DE RECOMENDACIONES COMPLEMENTARIAS.....	50
<i>3.1. Voto por los inversores institucionales.....</i>	<i>50</i>
<i>3.2. Auditoría</i>	<i>50</i>
<i>3.3. Coordinación de accionistas minoritarios.....</i>	<i>51</i>
<i>3.4. Impugnación de acuerdos sociales</i>	<i>51</i>
<i>3.5. Responsabilidad de administradores por deslealtad.....</i>	<i>52</i>
RESPUESTAS A LAS PREGUNTAS FORMULADAS.....	54

¹ Este documento ha sido elaborado por EconLaw Strategic Consulting. Han contribuido a su preparación los siguientes consultores: Francisco Marcos (franciscomarcos@econlaw.es); Albert Sánchez Graells (albertsanchez@econlaw.es) y Juan Santaló (juansantalo@econlaw.es).

Sus autores se ponen a disposición del Grupo Especial y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para cualquier consulta relacionada con el mismo así como para en su caso profundizar en alguno de los extremos que en él se abordan. Asimismo, manifiestan su consentimiento para que estas observaciones y comentarios se hagan públicos en caso de que el Grupo Especial o la CNMV lo estimen conveniente.

PRINCIPALES MENSAJES

- El Código Unificado incluye gran cantidad de normas que no aportan valor informativo para el accionista sobre la calidad del buen gobierno corporativo (§§ 4, 32, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 62, 63, 66, 67, 68 y 69)
- El Código Unificado presenta una imperatividad excesiva que puede frenar en vez de desarrollar el mercado de capitales (§§ 6, 7, 8, 9, 10, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 40, 41, 42, 43, 79, 80 y 81)
- El Código Unificado penaliza al accionista mayoritario e incrementa la discrecionalidad de los órganos ejecutivos sin aportar ningún beneficio a los accionistas minoritarios (§§ 55, 56, 57, 58, 59, 60 y 61)
- El Código Unificado no sienta las bases necesarias para la creación de un mercado eficiente de consejeros independientes (§ 83)
- La recomendación de un número máximo o mínimo de consejeros es arbitraria. La recomendación de un Vicepresidente independiente puede romper la estabilidad del órgano de administración (§§ 64 y 65)
- Carece de sentido recomendar el número de sesiones que debe celebrar el Consejo de Administración (§ 70)
- El Código Unificado no debe valorar la cuantía de la remuneración de los consejeros, sino facilitar su conocimiento por los inversores (§§ 82, 83, 84 y 85)

(NOTA: Las referencias corresponden al número de nuestros comentarios y no a la numeración de las Recomendaciones de la propuesta de Código Unificado)

RESUMEN EJECUTIVO

0. COMENTARIOS GENERALES.

0.0. El objetivo esencial de un código de buen gobierno ha de ser definir unos estándares de información que faciliten a los potenciales accionistas la comparación de la calidad del gobierno corporativo de las diferentes sociedades cotizadas. En particular, un código de buen gobierno ha de señalar y publicitar qué variables objetivas hacen más o menos probable que un accionista vea comprometida su inversión debido a que el equipo directivo persigue otros objetivos empresariales distintos a la maximización de la riqueza para el accionista.

0.1. El Código Unificado ha cumplido satisfactoriamente el principal objetivo a que se encuentra destinado, esto es, la refundición y actualización de las normas de buen gobierno recomendadas a las sociedades cotizadas españolas. Objetivo que permite cumplir la recomendación comunitaria de que cada Estado miembro cuente con un código de buen gobierno.

0.2. Sin embargo, el Código tiene un tono mucho más prescriptivo e imperativo que sus antecesores (Códigos Olivencia y Aldama) y, en algunos aspectos, se configura como un “legislador en la sombra”. Por tanto, pese a basarse en la voluntariedad de las sociedades cotizadas, que deben optar entre cumplirlo o explicar a los accionistas y al mercado las razones por las que se desvíen de sus recomendaciones, puede imponerles una importante carga, incrementar sus costes administrativos, disuadir a las sociedades del acceso a los mercados de capitales y, en el fondo, puede generar un deterioro de la calidad de la regulación española del mercado de valores.

0.3. Pese a la mayor prescriptividad de las recomendaciones, debe apuntarse que cualquier recomendación del Código Unificado que recoja materialmente normas de la Proyecto de Código de Sociedades Mercantiles debería, en principio, ser preferida por las sociedades cotizadas y por el mercado en general, toda vez que la voluntariedad en su seguimiento y la posibilidad de justificar desviaciones legítimas respecto a esos criterios ofrece una mayor flexibilidad al mercado de capitales que la imposición de normas imperativas en materia de derecho de sociedades que, por otra parte, podrían resultar incorrectas, injustificadas o arbitrarias en ese plano.

0.4. Se echa de menos una mayor explicación de las razones que han llevado al Grupo Especial sobre Buen Gobierno a proponer la aplicabilidad de la totalidad de sus recomendaciones a todas las sociedades cotizadas sin excepción, cuando la posible formulación de recomendaciones diferenciadas en función de determinadas características de las sociedades cotizadas era uno de sus principales mandatos. Por otra parte, compartimos el criterio de aplicación general del Código Unificado a todas las sociedades cotizadas y consideramos que la omisión de dicha justificación, pese a poder dificultar la asunción de este criterio por determinadas partes del mercado y especialmente por las sociedades cotizadas, puede tener una importancia menor y se justifica ampliamente en la complejidad de la materia.

0.5. En todo caso, debe darse la bienvenida a la posibilidad que el Grupo Especial y la CNMV ha proporcionado a los interesados de realizar comentarios y sugerencias de cara a la ulterior reforma legislativa.

1. COMENTARIOS SOBRE LOS PRINCIPIOS BÁSICOS.

1.1. Principio de voluntariedad. El Código Unificado se basa en el principio de voluntariedad. Sin embargo, en algunos aspectos, es excesivamente prolijo en sus recomendaciones, encubre juicios de valor sobre las diferentes opciones disponibles para las sociedades cotizadas, actúa como “legislador en la sombra”, o avanza una integración o interpretación autorizada o reforzamiento de las normas legales; lo que confunde sobre su carácter estrictamente voluntario

y resulta en términos prácticos en una importante restricción de la libertad de sus destinatarios para optar entre cumplir con sus recomendaciones o explicar las razones de no hacerlo.

1.2. Corolario: Principio de Justificación Legítima. De un modo poco claro, el Código Unificado lleva implícito el corolario del principio de cumplir o explicar (o de voluntariedad) relativo a la "legitimidad de excepciones justificadas", en virtud del que la posición de las sociedades cotizadas que opten por explicar razonadamente sus decisiones de desviarse de las recomendaciones del Código Unificado (que no debe considerarse excepcional por vía de principio) ha de considerarse igual de legítima que la de aquellas sociedades que opten por cumplir dicha recomendación. La plena vigencia de este principio puede requerir un cambio de mentalidad de los accionistas y mercados españoles y, particularmente, del regulador de los mercados de valores, esto es, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

1.3. Corolario (2): Principio de indisponibilidad de las definiciones. La indisponibilidad de las definiciones y conceptos contenidos en el Código Unificado resulta muy adecuada, toda vez que contribuye a definir claramente las "reglas del juego".

1.4. Principio de generalidad. La enunciación de este principio por parte del Código Unificado resulta confusa, toda vez que hace referencia tanto al carácter general de sus recomendaciones (que tiene una relación compleja con el principio de voluntariedad y sus dos corolarios), como a su ámbito objetivo (la totalidad de las sociedades cotizadas), o a una de las normas de interpretación del Código Unificado (cuyas recomendaciones deben leerse conforme a los correspondientes comentarios). Por tanto, parece que se requiere una reformulación de este principio.

1.5. Proponemos una redacción alternativa para los principios en que se inspira el Código Unificado.

1.6. Reglas transitorias. Pese a que se trate de recomendaciones, es recomendable que se instrumenten reglas más flexibles para regular la adaptación de las sociedades cotizadas al Código Unificado. Parecería recomendable establecer reglas transitorias destinadas a permitir que las sociedades cotizadas indiquen en su informe anual de buen gobierno relativo al ejercicio 2006 cuáles son las medidas de adaptación que hayan adoptado entre la fecha de publicación definitiva del CU y el cierre del ejercicio; difiriendo su plena efectividad al informe anual de gobierno corporativo relativo al ejercicio 2007.

2. COMENTARIOS SOBRE LAS RECOMENDACIONES.

2.1. Cotización de sociedades integradas en grupos. Estas recomendaciones son novedosas en la tradición de los códigos de gobierno corporativo españoles y deben ser bienvenidas. Especialmente la recomendación relativa a la formalización de contratos de grupo y las correspondientes obligaciones de transparencia sobre el mismo. No son, sin embargo, normas de buen gobierno y deberían ser objeto de regulación legal. Además, la recomendación relativa a los conflictos de interés que pueden aparecer en situaciones de cotización simultánea de sociedades matrices y alguna(s) de sus filiales adopta una posición contraria a las recomendaciones comunitarias y de la PCSM por lo que debería revisarse la oportunidad de cambiar su enfoque para recomendar la adopción de políticas de grupo eficientes, a la vez que se instrumenten las debidas salvaguardias y medidas compensatorias en el citado contrato de grupo.

2.2. Blindajes Estatutarios. El enfoque de la recomendación relativa a la eliminación de los blindajes estatutarios de las sociedades cotizadas es digno de alabanza, toda vez que puede contribuir a mejorar la eficiencia de los mercados financieros a través del desarrollo de un mercado de control de sociedades cotizadas. A la vista del contenido de la Directiva de OPAs, consideramos que resulta oportuno adoptar un enfoque más flexible y no aprovechar su transposición para abrogar dichos blindajes con carácter general, sino mantener la posibilidad de

su adopción en la legislación española y circunscribir la recomendación de su eliminación como norma de buen gobierno. Y ello porque corresponde al mercado la valoración del efecto de esos blindajes.

2.3. Competencias de la Junta. Las recomendaciones relativas a la ampliación de las competencias de la Junta General resultan insuficientes y, alguna de ellas, ambigua. Insuficientes por no agotar las posibles decisiones que puedan ser relevantes para el interés social y ambiguas en su formulación, dado que parece que el Código Unificado esté pensando en otros supuestos más concretos que los indicados; en cuyo caso, sería recomendable que los explicitara. Adicionalmente, la posibilidad de que dichos acuerdos se adopten previamente por el Consejo de Administración y sólo posteriormente sean sometidos a la ratificación de la Junta debilita la recomendación.

2.4. Interés Social. Al tratar de aclarar el contenido del concepto de interés social, que ha merecido distinto enfoque en los anteriores códigos españoles de gobierno corporativo, el Código Unificado actúa como "legislador en la sombra", clarificando el abstruso tenor del vigente Art. 127 ter LSA. Por otra parte, la alusión a las relaciones de la sociedad con otros grupos de interés constituye una reiteración de obligaciones legales vigentes e introduce una confusa mención a la Responsabilidad Social Corporativa que, por vía de principio, se excluye del ámbito del Código Unificado.

2.5. Operaciones Vinculadas. Las recomendaciones del CU vienen a establecer criterios claros acerca de las cautelas que las sociedades cotizadas deberían razonablemente adoptar en uno de los casos que, como la remuneración de los consejeros, presenta mayor riesgo de conflicto de interés entre la sociedad y sus administradores o socios de referencia o de control, o las personas vinculadas a los mismos. Sin embargo, consideramos que deberían ser objeto de regulación legal y, en cualquier caso, el régimen de excepción al control de la Comisión de Auditoría y de aprobación en Consejo parece excesivamente restrictivo, toda vez que la cautela principal debe ser que la operación se realice en términos de mercado.

2.6. Estructura, tamaño, composición del Consejo de Administración.

Estructura. Las recomendaciones del Código Unificado imponen mayores deberes que el Art. 137 LSA y producen una importante confusión en la medida en que avanzan una integración o interpretación autorizada o reforzamiento de la norma legal. Estas recomendaciones pretenden la aplicación del sistema de representación proporcional a las sociedades cotizadas, introduciendo limitaciones a una posible sobreponderación de los consejeros dominicales en el Consejo, cuando pueden existir razones para la desigualdad o para la sobreponderación y, en cualquier caso, sin que esta sea la sede adecuada para hacerlo. Adicionalmente, el contenido de las recomendaciones resulta insuficiente para el objetivo que persiguen.

Tamaño y Composición. La recomendación del tamaño del Consejo de Administración es innecesaria e insuficiente y se propone su eliminación, en línea con la propuesta del Código Aldama.

2.7. Vicepresidente Independiente. Esta recomendación encierra un juicio de valor previo sobre el efecto de negativo de la acumulación de poder del Presidente del Consejo de Administración que sea también el primer ejecutivo de la compañía. Además, la solución propuesta se formula en términos excesivamente intervencionistas y puede generar efectos perniciosos en el funcionamiento y estabilidad del órgano de administración.

2.8. Secretario del Consejo. Dado que (i) el complejo equilibrio que debe establecerse entre la independencia de juicio y el peso del Secretario del Consejo en su seno no apunta claramente hacia la conveniencia de que reúna la condición de consejero o no lo haga, (ii) la eventual necesidad de someterlo a la responsabilidad de los administradores resulta difícil de establecer con carácter general, y (iii) con ánimo de no poner a las sociedades cotizadas en la tesitura de justificar por qué sus secretarios de consejo son consejeros (la justificación resultaría casi tan

arbitraria como la de signo contrario), consideramos que sería preferible que el Código Unificado guardase silencio sobre este punto. De lo contrario, el cambio de criterio respecto a los anteriores códigos podría deteriorar la confianza del mercado en este tipo de normas.

2.9. Sesiones del Consejo. Como el propio proyecto de Código Unificado indica, no parece que haya una relación única directa entre reuniones del consejo y calidad de la labor de supervisión. En todo caso, correspondería a los accionistas el decidir si el número de reuniones es el adecuado o no. Por ello, la recomendación debería desaparecer y ser sustituida por la obligada publicación del número de reuniones del consejo al año así como su duración en minutos y fecha de celebración.

2.10. Evaluación, información y dedicación de los consejeros. El Código Unificado no debería dejar a la discreción de las empresas determinar el límite máximo de consejos a que puedan pertenecer sus consejeros, ya que cualquier empresa puede hacer esta medida totalmente ineficaz simplemente poniendo el límite lo suficientemente alto como para que sea irrelevante a su conveniencia. Recomendamos establecer un límite general que impida la participación simultánea de un consejero independiente en más de tres consejos. Sin embargo, los consejeros ejecutivos y dominicales no deben estar sujetos a esta restricción.

2.11. Clases de consejeros. La rigidez con que el Código Unificado afronta la definición de la independencia de los consejeros parece adecuada. Sin embargo, la inclusión en su texto de las relaciones futuras que el consejero pueda mantener con la sociedad, sus accionistas o directivos resulta innecesaria e introduce confusión en la recomendación.

Por otra parte, el tratamiento de los consejeros que reúnan la doble condición de ejecutivos y dominicales, el tratamiento de los consejeros vinculados o el concepto de personas vinculadas también merecen un esfuerzo de revisión antes de la aprobación de la versión definitiva del Código Unificado.

2.12. Cese y dimisión de consejeros. El Código Unificado invita al Consejo a considerar la dimisión de un consejero por el perjuicio que pueda causar al crédito y reputación de la sociedad que uno de sus consejeros resulte procesado o se dicte en su contra auto de apertura de juicio oral por los delitos señalados en el artículo 124 LSA. Esta recomendación es cuestionable por innecesaria y porque agrava el efecto negativo sobre el crédito y reputación de la sociedad y del consejero procesado; resultando en una injerencia excesiva que, por lo demás, puede vulnerar el derecho a la presunción de inocencia previsto en el Art. 24.2 de la Constitución española.

Adicionalmente, el refuerzo excesivo de los efectos del procesamiento o de la apertura de juicio oral contra el consejero de una sociedad cotizada, agravando sus costes reputacionales en una fase tan preliminar de la investigación genera un importante riesgo de sobreprevención y de sobrecumplimiento de la recomendación al acumular las sanciones del mercado a las sanciones penales y/o civiles que, en su caso, correspondan.

2.13. Retribución de consejeros. La orientación del Código Unificado en esta materia es correcta al permitir la remuneración de los consejeros independientes a través de la entrega de acciones de la sociedad cotizada. Sin embargo, las menciones relativas a la cuantía de la remuneración de los consejeros resultan imprecisas y pueden expropiar al mercado de su facultad de valorar la labor de los consejeros y la retribución correspondiente. Finalmente, recomendamos que la CNMV adopte medidas que puedan contribuir al desarrollo de un mercado de consejeros, tales como la recopilación de información con respecto a los consejeros independientes de sociedades cotizadas y al rendimiento de las mismas.

3. COMENTARIOS SOBRE EL PROYECTO DE RECOMENDACIONES COMPLEMENTARIAS.

3.1. Voto por inversores institucionales. Frente a la ambigua exigencia de ejercicio activo de los derechos de voto de los inversores institucionales, recomendamos que la legislación de

instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones obligue a estas entidades a hacer público el sentido de sus votos.

3.2. Auditoría. La recomendación relativa a una mayor transparencia en el nombramiento y sustitución del auditor de sociedades cotizadas es saludable para el mercado.

3.3. Coordinación de accionistas minoritarios. Las propuestas relativas a la coordinación entre pequeños accionistas resultan interesantes, dado que apuntan a la necesidad de incorporar al ámbito español las recomendaciones del Grupo de Expertos en Derecho de Sociedades sobre introducción de los medios electrónicos en el funcionamiento de las juntas de accionistas (*e-governance*).

3.4. Impugnación de acuerdos sociales. No se aprecia justificación suficiente para la modificación de este régimen legal que, por otra parte, establece normas laxas de legitimación para la impugnación de acuerdos nulos y normas más estrictas de legitimación para la impugnación de acuerdos simplemente anulables. Cualquiera de estas medidas supone dificultar significativamente el control de las decisiones de la Junta General de Accionistas y, cuanto menos, requeriría una mayor justificación de los problemas identificados y de las soluciones propuestas por parte del Grupo Especial.

3.5. Responsabilidad de administradores desleales. En relación con la agravación de la responsabilidad de los administradores por infracción del deber de deslealtad, merecen especial consideración las relativas a establecimiento de una legitimación activa simplificada para el ejercicio de la acción de responsabilidad frente al administrador desleal – que podría reforzarse con el establecimiento de un procedimiento especial de investigación que, particularmente, mantuviera las necesarias cautelas en relación con la confidencialidad del propio procedimiento – y la posibilidad de elevar las sanciones introduciendo una inhabilitación especial para ejercer el cargo de administrador a los que sean considerados desleales por sentencia civil firme (con independencia de la ausencia de una resolución penal).

Caveats

Inspirados en las directrices apuntadas, en el presente documento se recogen comentarios varios al proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (en adelante CU), conforme a los siguientes criterios:

- 1- Las observaciones y sugerencias no tienen carácter exhaustivo. Sólo se comentan aquellos aspectos en los que se ha entendido que las propuestas del CU tienen un mayor interés en el marco del gobierno corporativo, porque directa o indirectamente mejoren la calidad del gobierno societario y proporcionen datos o información que puedan ser útiles a los inversores. Por ello, la falta de comentario de algunas recomendaciones no significa necesariamente nuestra aquiescencia ni conformidad con las mismas, en algunos casos responde a la idea de que consideramos que se trata recomendaciones superfluas, que no son recomendaciones sobre el gobierno societario o, incluso, que deberían ser normas legales. En estos casos, hemos preferido omitir un análisis más detallado, limitando nuestros comentarios a mencionar la posible reordenación o supresión de las mismas en la propuesta de simplificación que se contiene en el Anexo.
- 2- Los comentarios se ordenan por párrafos, siguiendo la estructura del CU, pero sin que la numeración de los párrafos de nuestros comentarios coincida con la numeración del CU (naturalmente, se acompaña de las correspondientes referencias a las recomendaciones comentadas y analizadas).

COMENTARIOS GENERALES

Objetivo de un Código de Buen Gobierno Corporativo

0. El objetivo esencial de un código de Buen Gobierno ha de ser definir unos estándares de información que faciliten a los potenciales accionistas la comparación de la calidad del gobierno corporativo de las diferentes sociedades cotizadas. Al hacer más fácil la comparación, un código de Buen Gobierno disminuye los costes de adquisición de información necesaria para evaluar correctamente los riesgos inherentes a una inversión en cualquier sociedad cotizada, ya esté caracterizada por su buen o mal gobierno corporativo. En particular, un código de buen gobierno ha de señalar y publicitar qué variables objetivas hacen más o menos probable que un accionista vea comprometida su inversión debido a que el equipo directivo persigue otros objetivos empresariales distintos a la maximización de la riqueza para el accionista.

Lógicamente, es responsabilidad del accionista valorar ese riesgo, en combinación con muchas otras variables, para tomar su decisión final acerca de su inversión o no en la compañía. Con esta mejora de la información, no sólo se consigue una toma de decisiones de inversión más eficiente que redundaría en un aumento del bienestar del inversor sino que, además, se mejora el funcionamiento del mercado de capitales al incentivar de esta forma la participación en el mismo de inversores más pequeños con más dificultades de acceso a la información. Este crecimiento del volumen de capital invertido aumenta el atractivo de cotizar en bolsa para compañías pequeñas, con lo que el resultado final del proceso es una sustancial mejora del funcionamiento del mercado de capitales. Este desarrollo del mercado de capitales viene acompañado por un mayor crecimiento económico y riqueza para la sociedad en general como ha sido demostrado hasta la saciedad en la literatura económica².

La consecución de este objetivo, la definición de unos estándares de información sobre el gobierno corporativo de las empresas que facilite y no impidan un mayor desarrollo del mercado de capitales en España es el principio que nos guía en todas las recomendaciones que siguen sobre el proyecto de mejora del Código de Buen Gobierno. De acuerdo con este objetivo general, consideramos tres principios generales para valorar el proyecto de CU, que son:

² En general, OECD, *Principles of Corporate Governance*, 2004, pág. 11.

1. Identificar todas las variables de gobierno corporativo que puedan estar relacionadas con un mayor o menor rendimiento de la inversión del accionista y aconsejar su difusión y transparencia.
2. Minimizar el impacto sobre el coste administrativo y de injerencia en la gestión de las empresas de la publicación de toda esta información.
3. Facilitar al máximo al accionista su valoración individual de la calidad del gobierno corporativo mediante un código que se abstenga de introducir recomendaciones que no tengan valor informativo y que cuando incluya recomendaciones, sea de fácil valoración e interpretación por un accionista no necesariamente familiarizado con todas las circunstancias que rodean a cada una de las empresas cotizadas.

Antecedentes

1. El principal propósito del CU es actualizar las recomendaciones del Código Olivencia (en adelante CO) y del Código Aldama (en adelante CA), y proporcionar a las sociedades cotizadas un único cuerpo normativo en el que se contengan las recomendaciones en materia de gobierno societario³. La aprobación sucesiva del CO y del CA daba lugar a una posible confusión en las sociedades cotizadas, y es claro que un único Código facilita y clarifica las recomendaciones en materia de gobierno societario.

2. Por otra parte, siguiendo la invitación del Consejo de Ministros, y a diferencia de sus predecesores, el Grupo Especial incorpora en el CU un anexo en el que propone "*iniciativas o reformas normativas que se considere complementarias para facilitar el buen gobierno de las empresas*"⁴. La adición de este anexo al documento de propuesta de CU confunde los objetivos esenciales y los destinatarios de su trabajo, pues en el anexo se contienen recomendaciones dispares a la CNMV, a las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva y de fondos de pensiones, a los intermediarios financieros y al gobierno; mientras

³ Dentro de las propuestas con las que el Partido Socialista Obrero Español (PSOE) ganó las elecciones en 2004 se encuentran varias sobre la reforma del Derecho de las sociedades de capital y, en particular, propuestas dirigidas a exigir una mayor transparencia a las sociedades y a dotar de una mayor protección a los socios minoritarios, especialmente de las sociedades cotizadas (PARTIDO SOCIALISTA OBRERO ESPAÑOL, *Programa Electoral- Elecciones Generales 2004* (disponible en www.psoe.es/files/programa_electoral_psoe.pdf) páginas 130-133.). Algunas de las novedades que se contienen en el proyecto de CU, que no aparecían en el CO o en el CA, figuraban en el programa electoral del PSOE de 2004. No obstante, el Programa electoral se decantaba por una norma legislativa que superara la dispersión y confusión de las reformas acometidas en los últimos años, y que paliase la limitada eficacia de los Códigos de buen gobierno, véase *Programa Electoral- Elecciones Generales 2004*, páginas 112-130.

⁴ Véase Apartado Quinto de la Resolución de 8 de septiembre de 2005, de la Dirección general del Tesoro y Política Financiera, por la que se dispone la publicación del Acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de junio de 2005, por el que se encomienda a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la unificación y actualización de las recomendaciones sobre gobierno corporativo, primero (BOE nº 225, de 20 de septiembre de 2005, pág. 31324).

que el CU está dirigido a las sociedades cotizadas y, principalmente, a los inversores⁵.

Aportaciones y novedades

3. En principio, el CU ha cumplido satisfactoriamente el principal objetivo a que se encuentra destinado, esto es, la refundición y actualización de las normas de buen gobierno recomendadas a las sociedades cotizadas españolas. Objetivo que permite cumplir la recomendación comunitaria de que cada Estado miembro cuente con un código de buen gobierno⁶. Adicionalmente, amén de ofrecer un único documento claro a las empresas que deben decidir cumplirlo o explicar por qué no lo cumplen⁷, el CU ofrece a los accionistas un mecanismo que les facilita la labor de supervisión del cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo por parte de las sociedades cotizadas y, en particular, si se cumple o se explican suficientemente las razones de no hacerlo en los informes anuales de gobierno corporativo.

4. Sin embargo, el CU puede haberse excedido en su propósito al introducir recomendaciones que resultan excesivas o que no introducen valor informativo para los accionistas y que, en cambio, incrementan la carga administrativa de las sociedades cotizadas. Conviene tener en cuenta que la valoración del cumplimiento de las recomendaciones o de la calidad de las justificaciones ofrecidas por las sociedades cotizadas corresponde exclusivamente a los accionistas y no es, en ningún caso, una función que deba atribuirse al regulador de los mercados, esto es, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

5. Así, el CU deberá ser tan detallado como sea necesario para que los accionistas puedan valorar adecuadamente el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, pero no puede justificarse el carácter reglamentario, prescriptivo o

⁵ Véase infra § 90.

⁶ Plan de Acción en materia de Derecho de Sociedades. Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo de 21.05.2003 sobre *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea – Un plan para avanzar*. COM (2003) 284 final. “[C]ada Estado miembro debería avanzar hacia la designación de un código de gobernanza empresarial, para su uso a nivel nacional, la que deben ajustarse las empresas con cotización oficial de su jurisdicción o por referencia al cual deben explicar las desviaciones” (p. 19).

⁷ Este objetivo está recogido a nivel comunitario en la propuesta de la Comisión de 27.10.2004, de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE relativas a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad y a las cuentas consolidadas. COM (2004) 725 final.

En su artículo 1.2, la propuesta de Directiva modifica el artículo 46 bis de la Directiva 78/660/CEE, que pasaría a obligar a las sociedades cotizadas a incluir en el informe anual de gobierno corporativo una “referencia al código de gobernanza empresarial que la sociedad haya decidido aplicar o al que esté sujeta en virtud de la legislación del Estado miembro en el que tenga su sede oficial, acompañada de una indicación del lugar donde se puede consultar públicamente el texto de dicho código”. Adicionalmente, “Las sociedades que no apliquen en su totalidad el código de gobernanza empresarial [...] deberán indicar qué partes no aplican y las razones para ello”.

Por tanto, la refundición de los CO y CA en un único documento sigue la recomendación comunitaria indicada (nota precedente) y anticipa las necesidades derivadas de la nueva propuesta de directiva.

imperativo del CU en el objetivo de simplificar una labor de supervisión y verificación de la CNMV sobre el “fondo” del cumplimiento de las sociedades cotizadas de las recomendaciones de gobierno corporativo, dado que esta no es una función que deba atribuirse ni a la CNMV⁸ ni al CU. La intervención del regulador en materia de gobierno corporativo debe limitarse a un control “formal” de cumplimiento por parte de las sociedades cotizadas y a aquellas situaciones excepcionales en que eventualmente se incluya información falsa o engañosa en los informes de gobierno corporativo; por tanto, no parece que la simplificación de un control administrativo de fondo pueda integrarse entre los objetivos de un código de recomendaciones como el CU.

6. Adicionalmente, la mayor imperatividad del CU respecto a sus predecesores impone una importante barrera a las sociedades cotizadas al operar un traslado de la carga administrativa asociada al cumplimiento de la normativa (que no recomendaciones de gobierno corporativo, que sólo obligan a las empresas a cumplir una serie de obligaciones formales⁹), e incrementa sus costes administrativos, disuadiendo a las sociedades del acceso a los mercados de capitales y, en el fondo, puede generar un deterioro en vez de una mejora del funcionamiento del mercado de capital español al expulsar de la bolsa a compañías pequeñas que de otra manera sí cotizarían¹⁰. Por ello, si el objetivo último de un código de buen gobierno es el desarrollo del mercado de capitales, la mayor imperatividad del actual proyecto de CU ha de desaparecer para evitar un efecto opuesto del deseado.

⁸ En este sentido, debe tenerse en cuenta que la CNMV dispone de una facultad de dar seguimiento a las reglas de gobierno corporativo que pudiera no compaginarse bien con el grado de intervencionismo que parece reclamar a través del CU. Las únicas competencias de control que se le atribuyen se limitan al ámbito formal y a evitar que las empresas omitan información o suministren datos engañosos o erróneos. Así, el Art. 116.5 Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores (Añadido por Art. 1.1 de Ley 26/2003, de 17 julio) indica que *“sin perjuicio de las sanciones que proceda imponer por la falta de remisión de la documentación o del informe de gobierno corporativo, o la existencia de omisiones o datos engañosos o erróneos, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el seguimiento de las reglas de gobierno corporativo, a cuyo efecto podrá recabar cuanta información precise al respecto, así como hacer pública la información que considere relevante sobre su grado efectivo de cumplimiento”*.

⁹ Ver Capítulo X de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y Orden de desarrollo ECO/3722/2003, de 26 diciembre, sobre Informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades.

¹⁰ De modo similar a la valoración del impacto de la introducción o modificación de normas imperativas (RIA, en sus siglas inglesas), el CU parece ser un buen supuesto en que sería necesario haber llevado a cabo un análisis del impacto de las nuevas recomendaciones que permitiera una cuantificación clara del efecto neto para las sociedades cotizadas del cambio de enfoque del CU respecto a sus predecesores. Si se ha llevado a cabo este estudio, al menos no se ha hecho público.

En este sentido, resulta especialmente interesante el análisis llevado a cabo en Reino Unido en el actual proceso de revisión de del *Combined Code of Corporate Governance* de 2003. El estudio de impacto (RIA) está disponible en <http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined%20Code%20review%20RIA%2018%20January%202006.pdf>.

7. Por otra parte, deben apuntarse relevantes diferencias de función y objetivos respecto del CO y del CA. En efecto, el CU es algo más que un conjunto de recomendaciones sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Desde un principio ha de subrayarse que, aunque el carácter voluntario del CU figura en su frontispicio, tres cuestiones pueden llevar a pensar en su verdadero carácter prescriptivo:

- En primer lugar, a diferencia de sus predecesores, el tono o “estilo literario” del CU es claramente imperativo, y ello aparentemente se contradice con el carácter meramente voluntario de sus recomendaciones¹¹.
- En segundo lugar, en general, las recomendaciones del CU son mucho más restrictivas y prolijas que las contenidas en sus predecesores. Se ha pasado de veintitrés recomendaciones en el CO a setenta y cuatro recomendaciones en el CU sin que se aprecie aumento del valor informativo para los accionistas. Pero el problema, naturalmente, no radica en el mayor detalle, si no en la formulación restrictiva e inquisitiva. En efecto, lo que nacieron como reglas y principios de buen gobierno, se convierten ahora en largos listados de condiciones y requisitos concretos, con excepciones cerradas. En estos casos, las recomendaciones resultan excesivamente restrictivas e injerentes y, en numerosas ocasiones, encierran importantes juicios de disvalor que no corresponden a reglas de cumplimiento voluntario sino a normas imperativas propias de la legislación positiva formal (*infra* §21)
- En tercer lugar, en algunos puntos, parece clara su intención de instituir una suerte de “legislador en la sombra”, ya que la compleja relación que algunas de sus recomendaciones tienen con el derecho vigente hacen que *de facto* se puedan convertir o confundir en deberes jurídicos para sus destinatarios. (*infra* § 23)

8. De esta forma, es especialmente reseñable que el CU ha ido más allá de donde habían llegado el CO y el CA. Conviene destacar que el CU se inspire en las principales recomendaciones y propuestas comunitarias en materia de gobierno

¹¹ En este sentido, resulta interesante que el CO hiciera una primera (y tímida mención) a este asunto “*las circunstancias de tiempo en que se ha realizado el trabajo han permitido a la Comisión disponer de un gran volumen de antecedentes, textos, aplicaciones prácticas, resultados y valoraciones críticas en relación con otros países que ya han vivido esta experiencia, y han facilitado la posibilidad de dar al Informe el tono que reclama su naturaleza*” (p. 12, énfasis añadido) y que, de modo más contundente, el CA destacara expresamente “*que considera esta Comisión, como lo hizo la anterior, que su función no es la de sustituir al legislador, ni la de recortar la capacidad de autorregulación de las sociedades. Por el contrario, entiende que el estilo de su intervención es el apropiado a su tarea de proponer unas reflexiones sobre la situación, esclarecer el sentido del proceso de cambio en el que estamos insertos, y realizar determinadas sugerencias, señalando problemas y apuntando posibles soluciones, sin dogmatismo, en el tono y la manera de pautas prudentes en una materia de una complejidad considerable y creciente, y sometida a cambios continuos*” (p. 11, énfasis añadido). Todo esto se ha olvidado en el CU.

corporativo. De una parte, la incorporación de estas novedades puede acelerar el proceso de convergencia en materia de buen gobierno y contribuir a la plena homologación del sistema español con el resto de mercados financieros comunitarios y del resto de principales economías del mundo. Sin embargo, por otra parte, la inclusión de propuestas llamadas a convertirse en norma imperativa empaña la virtualidad del CU y hace prever que, en aplicación del principio de voluntariedad, esté amenazado de prontas reformas a medida que las propuestas comunitarias vayan incorporándose a la legislación española¹².

9. La confusión del “ámbito legislativo” y del “ámbito voluntario” se repite en varios apartados del CU, no sólo por su interpretación, integración o reforzamiento del derecho vigente en algunos puntos (*infra* §23) , si no también porque algunas de sus propuestas son más propias de una norma legislativa que de una recomendación de gobierno societario. El grado de detalle del CU en algunos puntos es tal que parece un anecdotario que, a modo “cajón de sastre”, recopila recomendaciones pensadas para responder o irreflexivamente hacer frente en sede inapropiada (en su caso la reforma legislativa parece más adecuada) a situaciones planteadas en algunas sociedades cotizadas españolas en los últimos años.

10. No obstante, en descargo del Grupo Especial, ha de decirse que pese a la aparente mayor imperatividad de las recomendaciones contenidas en el CU, debe considerarse preferible por las sociedades cotizadas, frente a algunas de las propuestas que se contenían en la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (en adelante, PCSM)¹³. En principio, la voluntariedad del seguimiento de las recomendaciones del CU y la posibilidad de justificar desviaciones legítimas, ofrece una mayor flexibilidad a las sociedades cotizadas que la imposición de normas imperativas en materia de derecho de sociedades que, por otra parte, quizás podrían resultar incorrectas, injustificadas o arbitrarias en ese plano.

En este sentido, al elaborar los presentes comentarios se ha partido del criterio de no incluir en el código de buen gobierno aquellas cuestiones que, siendo relevantes para el gobierno corporativo, requieren regulación legal. Como se indicará, se considera que el Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno (Grupo Especial) debería incluir estos aspectos en sus recomendaciones al Gobierno que, por otra parte, deberían formularse en un documento separado del CU.

¹² Cabe destacar, a título de ejemplo, las tomadas de la recomendación comunitaria sobre retribución de consejeros que, en principio, insta a la adopción de medidas normativas formales y no prevé la posibilidad de incorporación a normas de *soft law*, a diferencia de la recomendación sobre consejeros independientes y comités del consejo.

¹³ Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles aprobada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, el 16 de mayo de 2002.

Ámbito de aplicación de las recomendaciones

11. Resulta digno de comentario que, siendo uno de los objetivos principales del Grupo Especial, la consideración relativa a que algunas de las recomendaciones deban aplicarse a todas las sociedades cotizadas o sólo a las más grandes (esto es, la determinación del ámbito subjetivo del CU)¹⁴, haya quedado sujeta a una gran indeterminación en la propuesta de CU y sometida a consulta pública. El hecho que la única mención que se haga a este punto a lo largo del CU sea en sus principios generales, indicando que las recomendaciones del CU son aplicables a todas las sociedades cotizadas, es síntoma de la propensión del Grupo de Trabajo a considerar que las recomendaciones de buen gobierno no deben diferenciar entre tipos de empresas, así como la complejidad de la materia que, probablemente, requeriría un mayor grado de detalle, al menos por la vía de comentarios interpretativos.

12. Aparentemente, la única razón en que descansa la aplicación universal del CU a todas las sociedades cotizadas (por la que se decanta el Grupo Especial) es la voluntariedad del CU, que permite a sociedades de menor tamaño (como a cualesquiera otras) excepcionar el cumplimiento de aquellas recomendaciones que les puedan resultar menos aplicables, ofreciendo la correspondiente justificación. Consideramos que podría ser interesante para el mercado y para los accionistas que el grupo de Trabajo hubiera explicitado los razonamientos que le han llevado a determinar la necesidad de aplicación universal de las recomendaciones del CU (que consideramos adecuada), toda vez que una mayor justificación de esta opción puede ayudar a las sociedades que puedan sentirse excesivamente gravadas por las recomendaciones – y a los mercados – a mostrarse menos reacias a su cumplimiento o más confortables en el momento de ofrecer justificaciones legítimas a su excepción.

13. En otro orden de cosas, también en relación con el ámbito de aplicación de las recomendaciones (esta vez objetivo), resulta especialmente meritorio que el CU haya excluido por vía de principio el tratamiento de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) que, en ocasiones, se confunde o se mezcla con el Gobierno Corporativo¹⁵. Sin embargo, en la propuesta de CU se aprecian dos excepciones relevantes a este principio que pueden generar un riesgo de imperialismo del

¹⁴ Criterio 3 del acuerdo de Consejo de Ministros de 29 de julio de 2005 (*"No obstante, para evitar que cotizar en bolsa resulte demasiado complejo para sociedades de tamaño medio, se ha previsto de forma expresa que, si la CNMV y el Grupo Especial lo juzgan conveniente, algunas de las recomendaciones del Código sobre Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas puedan quedar circunscritas a determinadas sociedades cotizadas, especialmente las de gran tamaño"*) y último párrafo de la Comunicación relativa a la constitución del Grupo Especial (*"El Grupo deberá ponderar si las recomendaciones del Código que apruebe serán aplicables a todas las sociedades cotizadas por igual o sólo a las de gran capitalización"*). Ambos documentos disponibles en www.cnmv.es.

¹⁵ Cabe destacar que el CA hiciera especial mención a la RSC de la sociedad cotizada en su apartado II.3.

gobierno corporativo en materias que le resultan extrañas y que pertenecen, en puridad, al ámbito de la RSC.

14. De una parte, el inciso final del segundo apartado de la recomendación 8, relativa al interés social, indica que el Consejo de Administración velará por la observancia de aquellos principios adicionales de RSC que la empresa hubiera aceptado voluntariamente. Sugerimos la supresión de esta mención que, por otra parte no aporta mayor valor a la citada recomendación, y que puede distorsionar la necesaria delimitación del ámbito de aplicación del CU al gobierno corporativo y no a la RSC (*infra* § 53).

15. De otro lado, el tratamiento de la paridad de sexos entre los miembros del Consejo de Administración como tema central de la diversidad de la composición del Consejo, siendo un objetivo legítimo y loable de política pública y de justicia material, también resulta ajeno al gobierno corporativo y, en puridad, debe encuadrarse en el marco de la RSC. Creemos que así debe entenderse, toda vez que la diversidad del consejo de administración debe analizarse desde un punto de vista funcional, es decir, vinculado a las habilidades y experiencia de los consejeros, con independencia de su género (y también de su origen, raza, religión u otras consideraciones)¹⁶. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que se trata de una materia inicialmente no atribuida al Grupo Especial, sino que fue incluida por la comunicación de constitución del Grupo¹⁷. Por tanto, consideramos que estas recomendaciones deberían reconducirse hacia otras normas o códigos de

¹⁶ En relación con la diversidad de género en los consejos de administración, resulta interesante el análisis de la Fundación de Estudios Financieros. Ver Gómez Ansón, S. "Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros Españolas", en *Papeles de la Fundación*, nº 12, 2005. Disponible en www.fef.es. Sin embargo, la única mención del estudio a la existencia de una relación entre diversidad de género y gobierno corporativo se realiza por referencia a diversos estudios que miden la relación entre la presencia de mujeres en los consejos de administración y sus resultados en bolsa. Como indica el propio estudio de la FEF, "todos estos estudios tienden [...] a señalar la existencia de una relación, de una correlación, entre la diversidad de género y el valor y funcionamiento de las empresas, no pudiéndose, sin embargo, afirmar que exista una relación causal entre la presencia femenina en los consejos y el valor de la empresa" (p. 16). Estos resultados llevan, por tanto, a concluir que la diversidad de género en los consejos de administración es favorable, tanto desde un punto de vista social como económico. Sin embargo, no son suficientes para considerar que la diversidad de género determine el funcionamiento de la empresa y, por tanto, no debería considerarse una materia de corporate governance. Por tanto, no podemos compartir el enfoque de su recomendación relativa a "la inclusión de recomendaciones a favor de la diversidad de género en los consejos de administración y en la Alta Dirección en los Códigos de Buenas Prácticas" (p. 56) que, por lo demás, resulta claramente contrario al tenor y enfoque del documento, que se orienta claramente a la Responsabilidad Social Corporativa de las empresas cotizadas.

¹⁷ Último párrafo de la Comunicación relativa a la constitución del Grupo Especial ("*Si lo considera conveniente, el Grupo podrá efectuar propuestas de modificaciones normativas o de otras medidas que juzgue complementarias del Código. Entre tales medidas, está previsto que estudie aquellas que puedan facilitar la presencia de mujeres en los consejos de administración*", énfasis añadido), que se separa o al menos amplía de modo aparentemente poco justificado el punto 5 del acuerdo de Consejo de Ministros ("*Como complemento a su trabajo sobre armonización y actualización de las recomendaciones en materia de gobierno corporativo, el Grupo de Trabajo podrá proponer aquellas iniciativas o reformas normativas que considere complementarias para facilitar el buen gobierno de las empresas*").

conducta más propias de la RSC, limitando de nuevo las recomendaciones de gobierno corporativo a su ámbito material.

Utilidad para los inversores

16. La calidad de la información y la transparencia exigida por el CU es de máximo interés para los inversores, ya que les debería permitir identificar aquellas empresas con mejor o peor gobierno corporativo y considerar esta variable en sus decisiones de inversión sobre empresas cotizadas. En este sentido, una vez que la CNMV establece unos estándares de revelación de información obligatorios y se encarga de verificar que la información proporcionada por las empresas se ajusta a la realidad, el siguiente paso consistirá en que instituciones académicas independientes, asociaciones de inversores o, incluso, empresas privadas se encarguen de recopilar toda esta información para la elaboración de un índice de gobierno corporativo que permita la fácil e inmediata comparación de la calidad del gobierno corporativo de unas sociedades con otras. La CNMV lógicamente no debería evaluar o participar en la elaboración de este tipo de índices, aunque sí que debería fomentar que se realizaran, ya que al disminuir los costes de recopilación de la información relevante para el accionista favorecerán el desarrollo del mercado de capitales en España.

Participación pública

17. En cualquier caso y, ante todo, debe felicitarse al Grupo Especial y a la CNMV por la apertura de un procedimiento público de consultas previo a la adopción del Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, en el que se puedan presentar distintas visiones, sugerencias e ideas sobre el sistema actual y las propuestas de reforma. Es en el marco de la oportunidad que proporciona la iniciativa del Grupo Especial y de la CNMV en el que el EconLaw presenta estos comentarios.

1. COMENTARIOS SOBRE LOS PRINCIPIOS BÁSICOS

1.1 Principio de voluntariedad

18. El CU se abre con la palabra “voluntariedad”. En principio, pues, el CU anuncia su propósito de seguir la tradición de las recomendaciones de buen gobierno para las sociedades cotizadas, inauguradas en España en 1998 por el CO y continuadas en 2003 por el CA. Conviene recordar que el CO se basa muy destacadamente en los principios de plena voluntariedad, el de eficacia y el de transparencia¹⁸ y que el CA descansa en los de libertad, transparencia, lealtad y diligencia¹⁹. Por tanto, a primera vista, la fundamentación del CU en el principio de voluntariedad y, en menor medida, en el de generalidad, mantendría la tradición de los códigos españoles de gobierno corporativo. Sin embargo, la configuración que el CU otorga al principio de voluntariedad merece algún comentario.

19. En teoría, el principio de voluntariedad supone que las sociedades serán libres para cumplir o no las recomendaciones del CU, pero deberán explicar, en caso que no cumplan, por qué no lo hacen. Esto es, el CU se basa en el principio conocido como “cumplir o explicar” (en la tradición anglosajona, “*comply or explain*”). También se referían a este principio los CO²⁰ y CA²¹, aunque no le otorgaban la importancia central que tiene en la estructuración del CU.

20. En términos generales, este tipo de recomendaciones dispositivas – cuyo cumplimiento se deja a la voluntad de las partes – deben dar lugar a un margen de apreciación suficiente acerca de su necesidad o bondad por parte de las empresas llamadas a acatarlas. Si bien es cierto que toda recomendación debe ser suficientemente detallada para permitir comprender su alcance y significado de forma clara (y, en este sentido, el mayor grado de detalle del CU puede resultar positivo para los accionistas y los mercados), no lo es menos que realizar

¹⁸ “Este principio de buen gobierno [el de transparencia] aun teniendo valor en sí mismo, no basta si no va vinculado al de eficacia – al que no puede contraponerse –, en función y al servicio del interés de la sociedad” (p. 9).

¹⁹ Así, el CA indica que su “filosofía se resume en una afirmación del principio de libertad si se entiende que este principio tiene una doble dimensión, la relativa al ejercicio de libertad de los accionistas y la relativa a la autorregulación de las empresas a la hora de decidir y aplicar sus estrategias, pero también a la de organizar su gobierno corporativo. De este principio de libertad se deducen, a su vez, los principios de transparencia y de lealtad, debidamente equilibrado con el de diligencia” (p. 12).

²⁰ En el CO, sin embargo, se aprecia una referencia más indirecta al principio dado que la absoluta discrecionalidad que ofrecía a las sociedades cotizadas para aceptar las recomendaciones del código o no hacerlo, así como para informar de ello o no hacerlo, parece que se orientan más a un principio de “cumplir o no cumplir e informar o no informar” que estrictamente a un principio de “cumplir o explicar”.

²¹ II.2.3, que interpretaba el principio de “cumplir o explicar” indicando que “las sociedades disponen de un amplio grado de autonomía para estructurar la organización y funcionamiento de sus órganos de gobierno y para adaptarlos a sus necesidades, circunstancias y preferencias específicas. No obstante, cuando se aparten de los estándares de buen gobierno, sea de los establecidos o recomendados con carácter general - como los que se contienen en este Informe- sea de los adoptados y publicados por cada sociedad, deben ofrecer una explicación o motivación detallada de sus decisiones, para que los mercados puedan valorarlas adecuadamente”.

recomendaciones excesivamente injerentes, formuladas de modo inquisitivo o cargadas con juicios de valor resulta en una importante restricción a la libertad de sus destinatarios para optar entre cumplir con ellas o explicar las razones de no hacerlo. La excesiva injerencia de algunas de las recomendaciones del CU deriva del excesivo desglose de sus requisitos, presupuestos o condiciones de cumplimiento y excepciones autorizadas, que transforman sus recomendaciones en puras prescripciones para las sociedades cotizadas al adoptar no sólo la forma, sino también el propósito, de las reglas formales. En este sentido, conviene tener en cuenta que las reglas voluntarias (o *soft law*) tienen una estructura propia, distinta de las normas formales (*hard law*) que, más allá de consideraciones formales o estéticas, persigue el mantenimiento del adecuado grado de libertad y de flexibilidad para sus destinatarios.

21. Aquellas recomendaciones que encubran o que resulten investidas de un especial halo de protección o tinte de política pública, sea por su profusión, por encerrar juicios de (des)valor o por replicar la estructura y los objetivos de normas formales pueden imponer a las sociedades cotizadas que legítima y voluntariamente decidan apartarse de las mismas una excesiva carga de justificación frente a los accionistas y a los mercados que, en presencia de recomendaciones con apariencia y objeto de norma, se verán claramente orientados a descartar las justificaciones ofrecidas por las sociedades cotizadas. Y ello por muy objetivas y justificadas que pudieran resultar en ausencia de dichas "normas" de gobierno corporativo (esto es, en el límite, una *probatio diabólica* de la legitimidad de criterios alternativos a los previstos en el CU). Así, en determinados casos, el sólo hecho de apartarse de una recomendación que, a resultas de esta mayor injerencia o carga valorativa del CU, el mercado interprete como irrenunciable (esto es, como una norma de obligado cumplimiento para la consecución de determinado objetivo de interés público, como la transparencia y eficiencia de los mercados de valores) generará un importante coste (reputacional) para la empresa que, en caso de ofrecer una justificación legítima para la desviación respecto a la recomendación (o, mejor dicho, norma) difícilmente podrá borrar completamente el descrédito que merece por haberse desviado del criterio básico, y que seguirá siendo considerada sospechosa por el mercado.

Así, en el caso de la recomendación nº 23, y pese a lo indicado en el comentario nº 24, el CU considera implícitamente perjudicial que se acumulen los cargos de Presidente del Consejo de Administración y de primer ejecutivo de la compañía. Esta valoración negativa está en línea con las consideraciones del CO, pero excede el análisis de costes y beneficios propuesto por el CA. Adicionalmente, no se propone en general la adopción de medidas que contribuyan a paliar la concentración de poder que se identifica en la acumulación de cargos, sino que opta específicamente por la designación de un Vicepresidente independiente. Y, yendo aún más allá, establece sus principales funciones y parece apuntar a la existencia de necesidades no cubiertas en relación con el papel de los consejeros independientes. De este modo, lo que en códigos anteriores era una verdadera recomendación (que las sociedades cotizadas evaluarán hasta qué

punto era necesario establecer una compensación al poder del Presidente del Consejo de Administración y primer ejecutivo, así como el modo de hacerlo), se convierte en el CU en una recomendación excesivamente injerente y cargada de juicios de valor que, por lo demás, corresponden al mercado.

De modo similar, en relación con el Secretario del Consejo de Administración (recomendación nº 24), el CU (además de adoptar una recomendación que altera la posición de las anteriores sin que parezca que existan razones que justifiquen suficientemente este cambio de criterio), adopta recomendaciones en torno a sus principales funciones, que son más propias de una norma de rango legal que regule la figura y funciones del Secretario del Consejo de Administración que de un código de gobierno corporativo; toda vez que se trata de una recomendación de imposible control por parte de los accionistas y de los mercados y que, por tanto, no aporta valor informativo sobre este aspecto de ninguna de las sociedades cotizadas.

22. Adicionalmente, recomendaciones excesivamente injerentes o que encierren juicios de valor también pueden generar efectos negativos sobre el sistema de responsabilidad de los administradores e, incluso, sobre el sistema general de responsabilidad civil de las sociedades cotizadas. En este sentido queremos señalar que el hecho de que se haya producido un evento dañoso que pueda relacionarse, en mayor o menor medida, con el incumplimiento (justificado) de una de las recomendaciones del CU implicará *de facto* una inversión de la carga de la prueba que impondrá al Consejo de Administración la necesidad de demostrar la inocuidad de la práctica alternativa a la recomendación o, aún de forma más agravada, su inhabilidad para la producción del daño sufrido. Por tanto, consideramos que, en todo caso, las recomendaciones deben redactarse de modo que no se prejuzgue el comportamiento de las sociedades que están llamadas a seguirlas o a justificar legítimamente la adopción de criterios alternativos. Es decir, que del tenor literal de las mismas no debería desprenderse un juicio de desvalor o de reproche de las decisiones adoptadas por las sociedades cotizadas o sus consejos de administración y que, especialmente, no contribuya a agravar (indirectamente) su régimen de responsabilidad, que es y debe ser objeto de legislación formal.

23. Por otra parte, a pesar de la vocación del CU de establecer recomendaciones de cumplimiento estrictamente voluntario, un análisis de las mismas y, sobre todo, una comparación con las contenidas en el CO y el CA pone de relieve diferencias importantes en el grado permitido de voluntariedad en su cumplimiento. El CU incluye entre algunas de sus recomendaciones algunos deberes que son jurídicos, que desarrollan o concretan otros deberes jurídicos o que, por su redacción, parece que deberían configurarse como deberes jurídicos más que como recomendaciones de voluntario cumplimiento. Así, en algunos puntos, parece clara la intención del CU de instituir una suerte de "*legislador en la sombra*", ya que la compleja relación que algunas de sus recomendaciones tienen con el derecho vigente hacen que *de facto* se puedan convertir o confundir en deberes jurídicos

para sus destinatarios. En efecto, junto a las verdaderas recomendaciones, algunas complementan el derecho vigente y otras tienen clara vocación de reforzar, integrar o interpretar el derecho vigente. Difícilmente pueden considerarse meras recomendaciones este tipo de normas pues, en la medida en que avanzan una integración o interpretación autorizada o un reforzamiento de las normas legales, es claro que se impondrán en la práctica.

Así ocurre, por ejemplo, con las recomendaciones contenidas bajo los números 17 y 18 del CU sobre el sistema de representación proporcional en el Consejo que establece el artículo 137 LSA. Las recomendaciones contenidas en esos numerales buscan que el sistema de representación proporcional sea igualitario e introducir limitaciones a una posible sobreponderación de los dominicales en el Consejo, cuando pueden existir razones para la desigualdad o para la sobreponderación y, en cualquier caso, sin que esta sea la sede adecuada para hacerlo. En este punto el artículo 137 LSA parece una norma especialmente propicia para las sociedades no cotizadas, mientras que las cotizadas pueden presentar estructuras de propiedad que dificulten la proporcionalidad.

Otro tanto puede decirse, *v. gr.*, de la segunda recomendación contenida en el numeral 46 del CU, en la que se invita a considerar la dimisión por el perjuicio que ello pueda causar al crédito y reputación de la sociedad de aquéllos consejeros que resulten procesados o se dicte auto de apertura de juicio oral por los delitos señalados en el artículo 124 LSA. La recomendación es cuestionable por innecesaria y porque agrava el efecto negativo sobre el crédito y reputación de la sociedad y del consejero procesado.

24. Especialmente en aquellos casos en que las recomendaciones mantengan estas complejas relaciones con la legislación vigente, el CU debería revisar tanto la oportunidad de mantenerlas en su versión definitiva como, en caso afirmativo, la necesidad de modificar su redacción para aclarar los límites de las recomendaciones y reforzar su carácter dispositivo para las empresas llamadas a cumplir con las mismas o explicar adecuadamente las razones de optar por criterios alternativos.

25. Finalmente, en aquellos casos en que se aprecie la existencia de un determinado interés público digno de protección absoluta, sin dejar margen a la interpretación por parte de los operadores llamados a respetarlo por la robustez del juicio de desvalor que su conculcación merezca, el poder público debe sancionarlo a través de una norma en sentido estricto, asociando la sanción por incumplimiento que resulte adecuada y proporcionada a su importancia social. Así lo reconoce el propio CU que, al indicar que no incluye recomendaciones que constituyan deberes jurídicos en España, implícitamente permite la distinción entre materias de buen gobierno corporativo dignas de protección pública y otras más adecuadas para la legislación blanda (*soft law*) o, mejor, para la autorregulación.

1.2 Corolario: principio de justificación legítima

26. El principio de voluntariedad lleva implícito, como hemos tratado de esbozar, el corolario relativo a la “legitimidad de excepciones justificadas”, que el CU atribuye al principio de generalidad. La propia enunciación de este principio, que se refiere a “*excepciones*”, trasluce la imperatividad indicada en la sección anterior, dado que no parece permitir que con carácter general las sociedades cotizadas se aparten de sus recomendaciones por muy legítimas que resulten sus justificaciones. Aparentemente, las sociedades cotizadas deberían por principio cumplir la integridad del CU y, sólo excepcionalmente, desviarse de sus recomendaciones. Consideramos que la enunciación del principio como de “justificación legítima” sería más adecuada a un código de gobierno corporativo, toda vez que refuerza el concepto de que es igualmente válido que la sociedad cumpla la recomendación o que comunique la existencia de una justificación legítima para la adopción de criterios alternativos. La eliminación de la referencia a la “excepcionalidad” de la justificación fortalece la verdadera voluntariedad del CU que, en su configuración actual, parece más inclinado a su obligatoriedad y con una restringida posibilidad de excepción.

27. Así, consideramos que, como el propio CU indica, el principio de “cumplir o explicar” exige a la sociedad cotizada que, en caso de no asumir las recomendaciones, explique sus razones de modo suficiente para que sus accionistas y el mercado puedan extraer las conclusiones oportunas. Por tanto, consideramos que este principio complementario debería presentarse referido al principio general de voluntariedad y que debería renombrarse para indicar con mayor claridad su contenido relativo a la “justificación legítima” de su actuación por parte de las sociedades cotizadas que, por otra parte, no parece que deba ser necesariamente excepcional por vía de principio. Finalmente, la dicción del principio podría complementarse para indicar que la valoración de la legitimidad de las excepciones corresponde exclusivamente a los accionistas y mercados²² [*ver redacción alternativa propuesta*]. Adicionalmente, la plena vigencia de este principio puede requerir un cambio de mentalidad de los accionistas y mercados españoles y, particularmente, de la CNMV.

1.3 Corolario: principio de indisponibilidad de las definiciones

28. Parece muy adecuada la orientación del CU hacia la indisponibilidad de las definiciones y conceptos que contiene, toda vez que contribuye a definir claramente las “reglas del juego”, impidiendo situaciones de cumplimiento parcial de cualquier recomendación por parte de las sociedades cotizadas, que pueden

²² Esta es claramente la orientación del CA. Ver II.2.3, citado supra (nota al pie 21).

generar confusión a los accionistas y en los mercados. Adicionalmente, supone una adecuada aplicación de lo establecido por la Recomendación sobre administradores independientes y comités del consejo²³, que indica que en aquellos casos en que *“los Estados miembros decidieran utilizar el modelo de «cumplir o explicar», de acuerdo con el cual se exige a las empresas que expliquen sus prácticas **tomando como referencia una serie definida de recomendaciones** sobre mejores prácticas, deberán exigir a las empresas que especifiquen anualmente las recomendaciones que no han observado [...] y explicar la amplitud —y las razones— de cualquier incumplimiento sustancial”* (Art. 1.2, énfasis añadido). La aclaración ofrecida como corolario al principio de voluntariedad y, especialmente, el correspondiente comentario ayudan a entender este enfoque. Sin embargo, consideramos que esta idea fundamental del CU podría enfatizarse [*ver redacción alternativa propuesta*].

1.4 Principio de generalidad

29. El principio de generalidad en que se sustenta el CU está enunciado en términos confusos. Por una parte, indica el carácter general de las recomendaciones formuladas y remarca la posibilidad de que existan justificaciones legítimas para excepcionar su cumplimiento en algunas circunstancias. Como ya hemos indicado, consideramos que este concepto de legítima justificación se encuadra mejor como corolario del principio de voluntariedad.

30. Por otra parte, el principio de generalidad indica que sus recomendaciones se dirigen a todas las sociedades cotizadas independientemente de sus características particulares. Características que, en su caso, podrán constituir justificación suficiente para que la sociedad afectada decida voluntariamente no cumplir con determinada recomendación que no se ajuste a sus circunstancias específicas, ofreciendo las aclaraciones pertinentes. En este sentido, parece innecesario mantener este principio de generalidad que, en realidad, ya se encontraría implícito en el principio de legítima justificación. Sin embargo, si se quiere reforzar esta indicación de aplicación a cualquier tipo de sociedad (que consideramos plenamente justificada, como adelantamos expuesto anteriormente) consideramos que podría aclararse la redacción de este principio [*ver redacción alternativa propuesta*].

²³ Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005 relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en Bolsa. DO L 52, de 25.02.2005, p. 51 – 63. El plazo para la adopción de medidas por las que se incorporen las recomendaciones a los ordenamientos jurídicos de los Estados miembros vence el próximo 30 de junio de 2006.

31. Adicionalmente, el principio de generalidad incluye un corolario de complementariedad de los comentarios que consideramos que resultará innecesario en la versión definitiva del CU si todos los comentarios se agrupan en una sección independiente del mismo. En todo caso, proponemos que se incluya una explicación inicial relativa a la interpretación conjunta de recomendaciones y comentarios en dicha sección de comentarios de la versión definitiva del CU.

32. Por otra parte, la aplicación del principio de generalidad requiere revisar algunas de las recomendaciones que constituyen reacciones a casos particulares de la historia reciente de los mercados financieros españoles (excesivo nominalismo). En aquellos casos en que un examen minucioso de dichas recomendaciones revele que se trata de situaciones de difícil reproducción o que no requieren una recomendación específica por encontrarse ya cubiertas por otras recomendaciones de carácter más general, consideramos que deberían eliminarse de la versión definitiva del CU.

1.5 Propuesta de redacción alternativa

33. A continuación se propone una redacción alternativa y una reagrupación de los principios básicos del CU que pueda facilitar su integración e interpretación:

"Voluntariedad: El cumplimiento del Código y de cada una de sus recomendaciones es discrecional para las sociedades cotizadas y está sometido al principio de "cumplir o explicar".

Corolarios:

Justificación legítima: el principio de "cumplir o explicar" deja al criterio de la sociedad cotizada seguir o no las recomendaciones del Código pero exige que, cuando no las cumpla, explique el motivo pública y razonadamente. Corresponde exclusivamente a los accionistas y mercados juzgar la legitimidad de las justificaciones ofrecidas por la sociedad cotizada.

Indisponibilidad de las definiciones: sin perjuicio de la discrecionalidad de las empresas cotizadas para seguir las recomendaciones del Código o explicar los criterios alternativos utilizados, las sociedades cotizadas no pueden matizar ni modificar las definiciones y conceptos contenidos en el Código; que deberán respetarse en sus justos términos en caso que se opte por cumplir las recomendaciones.

De este modo, la voluntariedad de las empresas se configura en torno a cumplir las recomendaciones íntegramente o explicar aquellos aspectos en que se produzca una divergencia de criterios, o una separación parcial o total respecto a su contenido. Sólo de este modo podrá aplicarse adecuadamente el principio de “cumplir o explicar”.

Generalidad: las recomendaciones del Código son aplicables a todas las sociedades cotizadas.”

1.6 Reglas transitorias

34. El CU establece que las recomendaciones se aplican ya al ejercicio 2006, y que las sociedades deben cumplirlas o explicar por qué no lo hacen en su informe Anual de Gobierno Corporativo correspondiente al ejercicio 2006. Parece excesivo establecer su aplicación automática respecto de aquellas recomendaciones que no se contenían en los CO y CA, o que cambian el criterio respecto de lo que allí se recomendaba. Y ello especialmente, cuando el Grupo Especial aun no ha aprobado las recomendaciones efectivas (el proyecto prevé que lo haga antes del 31 de marzo). Aunque se trate de recomendaciones, la prudencia y seguridad jurídica básica aconsejan que sólo sean eficaces cuando hayan sido aprobadas, y se proporcione a las sociedades un período de *vacatio* para conocerlas y adaptar sus estructuras de gobierno y pautas organizativas a las mismas. Este mismo periodo de *vacatio* permitirá un mayor grado de cumplimiento por parte de las sociedades cotizadas a su vencimiento, dado que habrá lugar a que la CNMV y el sector privado puedan llevar a cabo las necesarias iniciativas de difusión y análisis del CU, favoreciendo un mayor entendimiento y una interpretación uniforme del mismo.

35. En principio, pues, parecería recomendable establecer reglas transitorias destinadas a permitir que las sociedades cotizadas indiquen en su informe anual de buen gobierno relativo al ejercicio 2006 cuáles son las medidas de adaptación que hayan adoptado entre la fecha de publicación definitiva del CU y el cierre del ejercicio; difiriendo al informe anual de gobierno corporativo relativo al ejercicio 2007 su plena efectividad. En este sentido, en defecto de regla transitoria de aplicación general, la extensión de las reglas similares a las previstas exclusivamente en relación con determinados apartados de la recomendación 40 (relativas a los requisitos de independencia de los consejeros) a aquellas recomendaciones novedosas, más exigentes o incluso contrarias a las preexistentes puede ser una solución más favorable que la orientación actual del CU.

36. Por todo lo anterior, se recomienda la inclusión de una norma transitoria general con el siguiente tenor y que, por otra parte, atendiendo a cuestiones sistemáticas más propias de la redacción de normas jurídicas, en lugar de incluirse en la sección de principios, debería situarse al final del CU :

“El presente Código constituye la base sobre la que las sociedades cotizadas deberán elaborar su Informe Anual de Gobierno Corporativo, en que indicarán si siguen sus recomendaciones o aportarán la información que consideren adecuada para justificar la adopción de otros criterios.

No obstante, en la elaboración del Informe de Gobierno Corporativo correspondiente al ejercicio 2006, las sociedades cotizadas podrán basarse en las normas contenidas en los Informes Olivencia y Aldama, indicando qué medidas han adoptado para adaptarse, en su caso, a las recomendaciones del presente Código. Sin perjuicio de lo anterior, aquellas sociedades que, voluntariamente, opten por elaborar el Informe de Gobierno Corporativo correspondiente al ejercicio 2006 conforme al presente Código, lo harán íntegramente.

Para la elaboración del Informe de Gobierno Corporativo correspondiente a los ejercicios 2007 y sucesivos, las sociedades cotizadas se basarán exclusivamente en las recomendaciones del presente Código”.

2. COMENTARIOS SOBRE LAS RECOMENDACIONES.

37. En esta sección presentamos los comentarios que nos sugieren algunas Recomendaciones del CU. Como hemos adelantado, nuestros comentarios se presentan sin ánimo de exhaustividad y con el único objetivo de identificar aquellos aspectos en que la adopción de nuevas recomendaciones, de recomendaciones más exigentes que las de los CO y CA, o de recomendaciones que puedan entrar en conflicto con los principios generales que inspiran el CU o con otras recomendaciones en la materia, merecen especial atención por su efecto para un mejor o peor funcionamiento del mercado de capitales.

2.1. La cotización de las sociedades integradas en grupos (recomendaciones nº 1 y 2).

38. A diferencia del CO y del CA, el CU incorpora dos recomendaciones expresamente dirigidas a las sociedades cotizadas que formen parte del mismo grupo. En principio, cabe pensar que el tratamiento de las relaciones de grupo en los mercados de valores merezca, por sí misma, ser elogiada dado que incorpora esta importante cuestión de la disciplina del Derecho de Sociedades y del Mercado de Valores. No obstante, ha de anticiparse ya como, a nuestro juicio, se trata de una cuestión que trasciende al ámbito del gobierno societario y que, como tal, no debe ser incluida el código de Buen Gobierno, sino más bien en una propuesta de reforma legislativa. Nuestra principal objeción cuestiona, pues, que esta materia figure entre las recomendaciones de gobierno corporativo, y no entre las propuestas de modificación legislativa que el Grupo especial hace al Gobierno. A pesar de ello, realizamos alguna reflexión sobre las recomendaciones materiales propuestas.

39. La primera de estas recomendaciones va dirigida a que se hagan públicas las relaciones entre sociedad dominante y sociedad dominada, así como los mecanismos de resolución de posibles conflictos de interés, y parece una recomendación plausible²⁴. Mayores reparos merece la connotación negativa que la cotización simultánea de sociedades matrices de un grupo y de una o varias de sus filiales merece en el CU. En principio, no debería realizarse un juicio automático de desvalor, dado que la incorporación del mecanismo del contrato de grupo puede contribuir muy eficientemente a paliar las ineficiencias que puedan atribuirse al sistema de cotización simultánea. Adicionalmente, pueden existir circunstancias de cotización simultánea que no planteen problemas (por ejemplo,

²⁴ Así, la incorporación de la figura del contrato de grupo propia del ordenamiento germánico por vía de recomendación de gobierno corporativo puede iniciar el desarrollo de esta disciplina en la práctica jurídica española, en que la estructuración de grupos de sociedades (cotizadas o no) no suele dar lugar a este tipo de acuerdos expresos.

en caso que las actividades de las distintas sociedades sean claramente independientes, como puede ocurrir en el caso de grupos industriales claramente diversificados o de estructura de conglomerado) o que requieran flexibilidad por tratarse de circunstancias sobrevenidas o pasajeras (por ejemplo, la cotización simultánea en caso de adquisición mediante OPA cuya nivel de aceptación otorga el control pero no permite la exclusión de cotización).

40. Problemas mayores suscita la recomendación nº 2, que introduce una norma demasiado estricta y reglamentista sobre la composición del consejo de la sociedad dependiente al imponer que en su consejo tengan "amplia" (sic) mayoría el conjunto de los consejeros independientes más los dominicales de los accionistas que carezcan de vínculos con la dominante. Adicionalmente, generaría una importante discriminación de los accionistas de control que sean sociedades matrices frente a accionistas de control que no tengan este vínculo, toda vez que la recomendación obligaría a una sociedad matriz con, por ejemplo, un 65% del capital a tener mayoría de independientes y dominicales no controladores en los consejos que tuvieran que aprobar las operaciones vinculadas, pero no se impondría la misma restricción a otro accionista sin vinculaciones de grupo pero con igual capital.

41. El propósito de la recomendación parece ser el de prevenir posibles conflictos de interés, pero el mismo objetivo puede conseguirse con una recomendación menos intervencionista. Sería preferible la recomendación de decisión expresa del consejo de la dependiente y abstención de los consejeros dominicales de la sociedad matriz y de los consejeros ejecutivos de la dependiente cuando fuera a tratar asuntos en los que pudiera existir conflicto de intereses entre sociedad matriz y filial. Sin embargo, hay que tener en cuenta que este resultado ya viene impuesto por la legislación vigente, particularmente, por el Art. 127.ter de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA)²⁵. Por tanto, en virtud del principio de voluntariedad (que recordemos que excluye la posibilidad de incluir normas vinculantes en el CU), la Recomendación nº 2 debería desaparecer íntegramente de la versión definitiva de CU.

42. Por otra parte, debe tenerse en cuenta que la recomendación trata de eliminar la existencia de conflictos de interés entre la sociedad participante y los accionistas minoritarios de la sociedad participada reforzando la capacidad de decisión de estos últimos. Esta solución resulta contraria a las recomendaciones del Plan de Acción en materia de Derecho de Sociedades, que indica que *"debería exigirse a los Estados miembros que establecieran una norma marco sobre los grupos que permita a los dirigentes de sociedades que pertenezcan a un grupo adoptar y*

²⁵ Esta misma regla se encuentra en el Art. 125 de la PCSM aprobada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, el 16 de mayo de 2002.

aplicar una política de grupo coordinada, siempre que los intereses de los acreedores de estas sociedades estén protegidos eficazmente y que exista de forma duradera un justo equilibrio entre las cargas y las ventajas de los accionistas de la compañía" (p. 22, énfasis añadido). Este principio de libre determinación de la política de grupo se contiene también en la PCSM (arts. 594 y ss), criticada en este punto por su excesiva imperatividad, que lo complementa con una exigencia de compensación adecuada a los accionistas externos que puedan resultar perjudicados por la aplicación de la política de grupo (indirectamente, a través de la compensación a la sociedad dominada)²⁶.

43. A la vista de estas propuestas, el criterio básico de la recomendación del CU resultaría contrario a futuras reglas imperativas (ya provengan de la normativa comunitaria o de la adopción de la PCSM, en todo o en parte). Por tanto, consideramos que el Grupo Especial debería modificar su orientación en esta materia y no sólo eliminar la Recomendación nº 2 de la versión definitiva de CU sino, adicionalmente, proponer al Gobierno que regule específicamente esta posibilidad de establecimiento de una política de grupo – así como sus consecuencias jurídicas – a través de una norma forma con rango legal (probablemente a través de la modificación de la LSA).

2.2. El levantamiento o supresión de los blindajes estatutarios (recomendación nº 3).

44. En términos un tanto ambiguos, se recomienda la supresión de las cláusulas estatutarias que limiten el número máximo de votos que puede formular un mismo accionista, así como cualesquiera otras restricciones que dificulten la toma de control de la sociedad en el mercado²⁷. El propósito de la recomendación es claro y plausible; se trata de dismantelar todos los obstáculos que puedan empecer el funcionamiento del mercado de control de las sociedades. Son claros los beneficios e incentivos del funcionamiento de este mercado para el buen gobierno de las sociedades cotizadas y, por ello, la adopción de medidas estatutarias que limiten o restrinjan su funcionamiento podría repercutir negativamente en el valor

²⁶ Más, concretamente, la Propuesta prevé la posibilidad de que los administradores de la sociedad dominante impartan instrucciones en interés del grupo a los administradores de la sociedad dominada, aunque la ejecución de esas instrucciones pueda ocasionar daño a esta sociedad; en cuyo caso la sociedad dominante deberá abonar a la dominada la compensación adecuada (arts. 594 y 595). En ausencia de compensación adecuada, los administradores de la dominante serán responsables frente a la sociedad dominada, sus accionistas y acreedores y, en caso de insolvencia de los administradores para hacer frente a ésta, se determina la responsabilidad subsidiaria de la propia sociedad dominante (art. 603).

²⁷ El Programa electoral del PSOE establecía expresamente algunas de estas medidas al garantizar que "[s]e declararán nulas las cláusulas estatutarias que contengan limitaciones o condiciones para que cualquier accionista pueda ser nombrado consejero" y "[l]a prohibición de incluir limitaciones de los derechos de voto en los estatutos de las sociedades o cualquier otra limitación que vulnere la igualdad de de derechos de los accionistas", PARTIDO SOCIALISTA OBRERO ESPAÑOL, Programa Electoral- Elecciones Generales 2004 (disponible en www.psoe.es/files/programa_electoral_psoe.pdf) página 131.

de las acciones de la sociedad. La recomendación es razonable y tiene sentido para todas las sociedades cotizadas, figurasen o no las restricciones en el momento que salieron a cotizar a Bolsa y con total independencia del volumen de capital que las hubiera aprobado. Así, la recomendación permite que el mercado identifique y valore por sí mismo uno de los principales obstáculos para el correcto desarrollo del mercado de control de sociedades cotizadas.

45. En relación con esta recomendación, que pudiera ser una de las llamadas a convertirse en norma formal, hay que tener en cuenta que la Directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición²⁸ (Directiva de OPAs) prevé que algunas de las principales cláusulas de blindaje de los estatutos de sociedades cotizadas (tales como restricciones de voto o derechos especiales de nombramiento de administradores) no serán efectivas ni podrán oponerse a los oferentes en un proceso de OPA, que además tendrán derecho a modificar los estatutos para eliminar dichos blindajes siempre que adquieran el 75% o más del capital (Art. 11.4)²⁹. Sin embargo, esta disposición es opcional para los Estados miembros (Art. 12) que, en la transposición de la Directiva de OPAs pueden elegir no imponer la eliminación de los blindajes de las sociedades cotizadas (o incluso proponer su eliminación salvo en casos en que la sociedad oferente provenga de un Estado en que no se hayan eliminado las medidas de blindaje). Por tanto, dado el carácter discrecional de la norma, consideramos adecuado proponer al Grupo Especial que recomiende al Gobierno que, al transponer la Directiva de OPAs, opte por excluir la abrogación automática de las cláusulas de blindaje y no prohíba su existencia con carácter general; toda vez que se considera que la adecuada transparencia de la existencia de estos blindajes y de las razones aducidas por las sociedades cotizadas para su mantenimiento (que ya se promueve en la Recomendación nº 3 del CU) facilitará que el mercado sea capaz de valorarlas y de reaccionar en consecuencia.

²⁸ Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. DO L 142, de 30.04.2004, p. 12 – 23. El plazo de transposición de esta Directiva finaliza el próximo 20 de mayo de 2006.

²⁹ En este sentido, el expositivo 19 de la Directiva de OPAs expresa meridianamente que: "(19) Los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para brindar a todo oferente la posibilidad de adquirir una participación mayoritaria en otras sociedades y ejercer plenamente el control de éstas. A tal efecto, deben suprimirse las restricciones a la transmisibilidad de valores, las limitaciones de voto, los derechos especiales de nombramiento y los derechos de voto múltiple durante el plazo de aceptación de la oferta, y cuando la junta general de accionistas decida sobre medidas de defensa, sobre la modificación de los estatutos de la sociedad o sobre el nombramiento o la revocación de miembros del órgano de administración o dirección en la primera junta general de accionistas tras cerrarse la oferta. Cuando los titulares de valores sufran una pérdida como resultado de la supresión de derechos, debe ofrecerse una compensación equitativa con arreglo a las modalidades técnicas que establezcan los Estados miembros."

Esta propuesta se basa en las recomendaciones del Informe sobre Ofertas Públicas de Adquisición del Grupo de Expertos en Derecho de Sociedades (*break-through after successful completion of a takeover bid*, p. 29). High Level Group of Company Law Experts, Report on Issues Related to Takeover Bids, 10 January 2002. Disponible en http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

46. En este sentido, es plausible que los mercados valoren negativamente la existencia de cláusulas de blindaje incluso en escenarios distintos a las OPAs y, consecuentemente, la autorregulación sea capaz de eliminar los blindajes allí donde no se encuentren justificados o de sancionar a las sociedades que estén injustificadamente protegidas frente a tomas de control. Así lo ha puesto de manifiesto el Grupo de Expertos en su Informe sobre un marco regulatorio moderno para el Derecho de sociedades, en que ha indicado que la transparencia de estas restricciones es recomendable, toda vez a la luz de esta información sobre estructuras potencialmente defensivas, los mercados serán capaces de reaccionar a través de descuentos y de mayores costes de capital³⁰. Por tanto, no se considera necesaria la eliminación sistemática de estas medidas estatutarias a través de una modificación de la legislación actual dado que estos blindajes, por lo demás, pueden responder a justificaciones legítimas que corresponderá valorar a los accionistas y al mercado.

2.3. Competencias de la Junta (recomendación nº 4).

47. Las recomendaciones del CU en relación con la Junta General de Accionistas resultan insuficientes y genéricas. Si bien es cierto que tradicionalmente se ha considerado que el gobierno corporativo debe centrarse en el órgano de administración de las sociedades cotizadas, no es menos cierto que en mercados financieros en que existe un elevado grado de concentración de la propiedad y del control de las sociedades cotizadas pueden resultar necesarias algunas recomendaciones específicas en relación con el funcionamiento del órgano societario por antonomasia. En este sentido, consideramos que se podría haber hecho un esfuerzo más ambicioso para la revitalización de la Junta General de Accionistas y consideramos que, en ausencia de esta mejora en su funcionamiento, cualquier recomendación en relación con la ampliación de sus competencias, o de otro tipo, puede carecer de relevancia práctica, toda vez que la Junta tenderá a aprobar o ratificar las propuestas del Consejo de Administración. No obstante, consideramos que las recomendaciones del CU son necesarias, aunque simplemente sea para indicar a los accionistas y a los mercados que tienen un poder de control de las principales decisiones que afectan a la sociedad y tratar de incentivar que lo ejerzan efectivamente.

48. Del análisis de conjunto de las recomendaciones del CU en torno al funcionamiento de la Junta General de Accionistas y del papel de los consejeros independientes como pieza clave del sistema de gobierno corporativo de las

³⁰ Informe sobre un marco regulatorio moderno para el Derecho de sociedades. High Level Group of Company Law Experts, Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 4 November 2002. Disponible en http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf. "On the basis of information about potentially defensive structures established in a company, the market would be able to react by discounts and higher costs of capital" (p. 45).

sociedades cotizadas resulta un marco adecuado para incluir una recomendación adicional, previa a las relativas a las competencias de la Junta, por la que se propondría a las sociedades cotizadas que el cargo de Presidente de la Junta recaiga en un Consejero Independiente. Esta propuesta, contenida en el Art. 388.1 de la PCSM puede resultar especialmente interesante para favorecer la relación entre Consejo y Junta, y a la vez, reducir la acumulación de influencia que puede alcanzar en la propia Junta de Accionistas el Presidente del Consejo de Administración que sea a la vez el primer ejecutivo de la compañía y, adicionalmente, actúe como Presidente de la Junta General de Accionistas (sea por previsión estatutaria o por designación por parte del socio(s) de control o de referencia de la compañía).

49. En la recomendación nº 4 del CU se establece la competencia de la Junta general para aprobar o ratificar ciertas decisiones del consejo de administración que son consideradas especialmente relevantes para el interés social por su cuantía económica y/o porque alteran la estructura de la sociedad. El primer comentario que suscita la recomendación es si la ratificación por la Junta resulta suficiente mecanismo de apoderamiento (*empowerment*) de este órgano o si, por el contrario, la decisión de la Junta debería en todo caso ser previa a la adopción de dichas decisiones que, además de su importancia, pueden resultar difíciles o costosas de retroceder. En principio, dado que parece que la importancia de la recomendación consiste en la necesidad de obtener el *placet* de la Junta para llevar a cabo este tipo de operaciones, consideramos que sólo será efectivo solicitar de la Junta un acuerdo positivo sobre las mismas y no la ausencia de un acuerdo negativo. Dicho en otros términos, no resultará igual de efectivo que la Junta decida autorizar una actuación del Consejo de Administración o que decida revocar una actuación ya ejecutada. Así, la recomendación cumpliría su verdadera función si se limitase a exigir la autorización previa de estas decisiones por parte de la Junta. La inclusión de la posibilidad de ratificación debilita su virtualidad.

50. Las cuatro nuevas competencias del órgano societario soberano resultan insuficientes y alguna de ellas, ambigua. Son insuficientes, porque no agotan las posibles decisiones del consejo que puedan ser relevantes para el interés social, y dejan fuera algunas que deberían suscitar una preocupación análoga (*v. gr.*, la adquisición de otras sociedades o la participación en proyectos comprendidos en el objeto social que representen una inversión o riesgo en un porcentaje superior al 50% del patrimonio consolidado de la sociedad). Por otro lado, resulta ambigua la referencia (letra c) a "*llas operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad*". Probablemente el Grupo Especial está pensando en algún o algunos supuestos concretos y, en tal caso, es preferible que los describa.

51. En la línea de lo apuntado anteriormente, resulta problemático el contenido de la recomendación nº 4, letra b. El CU actúa, de nuevo, como "legislador en la sombra". En efecto, si la doctrina de la Dirección General de los Registros y del Notariado ha establecido que la venta de activos relacionados de forma esencial con el objeto social es competencia de la Junta, carece de sentido y es confusa una recomendación del CU sobre el particular³¹. Si el problema es que el régimen legal vigente resulta poco claro y es precisa una reforma legislativa, hubiera sido más aconsejable introducir una propuesta de reforma en tal sentido en el proyecto de reformas complementarias.

2.4. El interés social (recomendación nº 8)

52. La recomendación nº 8 sobre el funcionamiento del Consejo de Administración introduce diversos principios que han de regir su actuación. Junto a la igualdad de trato a los accionistas e independencia de la dirección, se clarifica el abstruso tenor del vigente artículo 127 bis de la LSA (añadido por la Ley 26/2003, de 17 de julio, BOE del 18 de julio). En efecto, el interés social, entendido como interés de la sociedad es "*hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa*"³². El CU actúa de nuevo como "legislador en la sombra", se trata –en su caso– de una cláusula que ha de incorporarse a la LSA.

53. Por otra parte, la alusión a las relaciones de la sociedad con los grupos de interés contenida en la recomendación nº 8 in fine, constituye una reiteración de obligaciones legales evidentes (*inter alia* art. 1258 CC), y la alusión a la responsabilidad social corporativa (RSC) es contradictoria con el Preámbulo del CU, que expresamente excluía pronunciamiento alguno sobre RSC³³.

54. Una y otra consideración ponen de relieve la conveniencia de suprimir íntegramente la recomendación 8ª que no incorpora *stricto sensu* una norma de gobierno societario, si no más bien un principio que, en su caso, debiera figurar en la Ley de Sociedades Anónimas³⁴, sin que añada nada la repetición de las obligaciones legales o de RSC.

³¹ Del análisis de la Resolución DGRN de 25 de abril de 1997 citada por el CU resulta que la afirmación es excesiva. En ese caso, la controversia versaba sobre una sociedad cuyo objeto social no se definía en relación a una determinada actividad económica, sino que estaba constituido por la "*explotación, en forma societaria, de unos concretos y significados bienes aportados al haber social, de modo que su permanencia en el mismo aparece no sólo como una condición "sine qua non" para la viabilidad del propio objeto social, sino como elemento básico y determinante del contrato social y de la subsistencia y de la subsistencia misma del nuevo ente constituido*". Por tanto, parecería que la doctrina a que hace referencia el CU resulta de aplicación a sociedades patrimoniales o a holdings de activos inmobiliarios que, en raros casos, accederán a la condición de sociedades cotizadas.

³² Véase Cándido PAZ-ARES, "La responsabilidad social como instrumento de gobierno corporativo", *Indret* nº 162 (octubre 2003) páginas 53-54.

³³ En este sentido, ver nuestros comentarios generales (punto 5).

³⁴ No obstante, un principio similar se formulaba en el CO y CA (III.2.1). Pero, lógicamente, el ámbito es el legislativo, véase art. 122 de la PCSM.

2.5. Competencias del consejo: operaciones vinculadas (Recomendaciones nº 9.c) y 69).

55. En la medida en que el control de las operaciones vinculadas constituyen una de las principales circunstancias en que pueden aparecer conflictos de interés entre la administración y la propiedad de las sociedades cotizadas, o entre sus accionistas mayoritarios y minoritarios, así como una de las principales vías para la potencial extracción ilícita de beneficios sociales y uno de los elementos determinantes de madurez y confianza que denotan los mercados financieros; su regulación no corresponde a un código de gobierno corporativo, sino que debe introducirse en el régimen legal aplicable, sea a través de una reforma de la LSA, sea a través de una reforma de la LMV. Por tanto, consideramos que el Grupo Especial debería incluir el tratamiento de las operaciones vinculadas en las recomendaciones al Gobierno (y especialmente la competencia exclusiva del Consejo de Administración en pleno para su aprobación, con efectiva aplicación de las vigentes normas sobre deberes de comunicación de conflictos de interés y de abstención en la aprobación de estas decisiones por parte de los consejeros que se encuentren en situación de conflicto).

56. En todo caso, sí parece oportuno que la recomendación del Grupo incluya la ya prevista en el apartado 3 del Anexo I del proyecto de CU en torno a la necesidad de adopción legal de un concepto unitario y unívoco de operación vinculada. Sin embargo, la excepción de la necesidad de aprobación por parte del Consejo de Administración en pleno debe superar algunas carencias de la Recomendación nº 9.c) del CU. En este sentido, consideramos que el régimen de excepción parece excesivamente restrictivo, toda vez que la cautela principal para evitar la extracción ilícita de beneficios sociales debe ser que la operación vinculada se realice en términos de mercado; factor que, por otra parte, estaría sujeto a verificación por la Comisión de Auditoría. Por tanto, parece que las condiciones de que se trate de contratos de pura adscripción que no supongan una cuantía importante³⁵ para la Sociedad podrían resultar innecesarias. Por ello, podría simplificarse el régimen de excepción, requiriendo exclusivamente que las operaciones vinculadas se realicen en términos de mercado.

³⁵ La consideración a la cuantía o las circunstancias especiales que puedan concurrir en la operación vinculada ya se captura por la Recomendación 9.b.iv) del CU, que recomienda que se atribuya al pleno del Consejo la competencia para la aprobación de *"las inversiones u operaciones de todo tipo que, por su elevada cuantía o especiales características, tengan carácter estratégico"*.

2.6. Estructura, tamaño y composición del Consejo de Administración

Estructura

57. Las recomendaciones 17 y 18 imponen mayores deberes que el 137 LSA y producen una importante confusión en la medida en que avanzan una integración o interpretación autorizada o reforzamiento de la norma legal. Como ya se ha indicado, las recomendaciones contenidas en esos numerales buscan que el sistema de representación proporcional sea igualitario e introducir limitaciones a una posible sobreponderación de los dominicales en el Consejo, cuando pueden existir razones para la desigualdad o para la sobre-ponderación y, en cualquier caso, sin que esta sea la sede adecuada para hacerlo. En este punto el artículo 137 LSA parece una norma especialmente propicia para las sociedades no cotizadas, mientras que las cotizadas pueden presentar estructuras de propiedad que dificulten la proporcionalidad.

58. Los antecedentes de esta Recomendación pueden encontrarse en el CO (pág. 22) y el CA (Apartado IV.3) que, sin embargo, establecían criterios generales en el sentido de promover una cierta proporcionalidad entre administradores dominicales y administradores independientes. Así lo indicaba claramente el CO al recomendar que *"en la composición del Consejo de Administración los consejeros externos (dominicales e independientes) constituyan amplia mayoría sobre los ejecutivos y que la proporción entre dominicales e independientes se establezca **teniendo en cuenta** la relación existente entre el capital integrado por paquetes significativos y el resto"* (recomendación 3ª, énfasis añadido) y establecer que la regla prudencial (que no matemática) de la proporcionalidad tenía por objetivo *"asegurar que los consejeros independientes tengan un peso suficiente en la formación del criterio del Consejo"*. De modo similar, el CA recomendaba que *"el Consejo de Administración [...] represente el mayor porcentaje de capital posible"* y que exista *"una mayoría amplia de consejeros externos en el Consejo y, dentro de éstos, una participación muy significativa de consejeros independientes"*.

59. Con la introducción de la recomendación 16, al establecer una participación mínima de los consejeros independientes en 1/3 del Consejo, debería considerarse que el CU ya ha tenido en cuenta las recomendaciones de los CO y CA y que, por tanto, no debería establecer reglas adicionales en cuanto a la composición del Consejo de Administración. Por tanto, no parece que la adopción de la Recomendación 18 siga claramente sus antecedentes y, como mínimo, debería revisarse su redacción para sustituir la expresión "reflejará la proporción" por otras como "tendrá en cuenta", más propia de un código de gobierno corporativo.

60. Hay que tener en cuenta que el peligro de apropiación del retorno de la inversión del accionista minoritario no viene tan sólo por la existencia de un accionista mayoritario; sino también por una dirección ejecutiva que persiga sus intereses propios con independencia de los intereses de cualquier accionista. Este efecto ha sido ampliamente documentado en el mundo anglosajón caracterizado por una mayor dispersión de la propiedad de las empresas bursátiles y en el que en muchos casos no existe un accionista de control. En este sentido, la experiencia internacional muestra como un debilitamiento excesivo del poder de control de un accionista mayoritario perjudicar la calidad del gobierno corporativo al disminuir cualquier tipo de control sobre los ejecutivos de la compañía³⁶. Adicionalmente, puede imponer costes reputacionales al accionista que decida ejercitar el derecho de representación proporcional del 137 LSA si con este ejercicio se incumplen las normas de proporcionalidad del código y, por tanto, en cada Informe Anual de Gobierno Corporativo se indica que la empresa participada no puede cumplir esta recomendación porque el accionista decidió ejercitar su derecho a nombrar un dominical más. En este caso, el accionista podría ser considerado un incumplidor de las normas de buen gobierno sin mucha justificación, dada la primacía de las normas legales aplicables sobre las recomendaciones y buenas prácticas de gobierno corporativo.

61. Por otra parte, la propia literalidad de la Recomendación 18 plantea dudas en torno a la interpretación del requisito de que *"la relación entre el número de consejeros dominicales y el de independientes reflejará la proporción existente entre el capital de la sociedad representado en el Consejo y el resto del capital"*. Parecería que la recomendación quiere decir que, excluidos los consejeros ejecutivos, el resto de sillas del consejo deben repartirse de modo que los accionistas mayoritarios tengan derecho a nombrar tantos administradores como corresponda al hecho de aplicar al total de sillas libres (es decir, al número de consejeros externos) el porcentaje correspondiente al capital social que controlan, debiendo completarse los nombramientos restantes con consejeros independientes³⁷. Adicionalmente, con independencia de las medidas de atenuación previstas por la propia recomendación 18, para nombrar a más de la mitad del número total de consejeros, el accionista de control (o los accionistas de control si son varios) deberán representar más del 50% del capital. En todo caso, parece que la norma presenta algunas dificultades de interpretación y de

³⁶ Ver Becht, Bolton & Röell (2003) para una exposición sobre el delicado balance que ha de mantener un buen gobierno corporativo al limitar el poder del accionista de control pero sin incrementar excesivamente la discrecionalidad de los ejecutivos para cometer abusos y políticas no maximizadoras del valor de mercado de la empresa. Ver Bertrand & Mullainathan (2001) para un ejemplo de cómo ejecutivos sin un accionista de control importante pueden destruir valor para el accionista.

³⁷ Así, a título de ejemplo, un accionista mayoritario que controle el 40% del capital en una sociedad con un consejo de 12 miembros y 2 ejecutivos, tendrá derecho a nombrar un máximo de 4 consejeros dominicales, debiendo procederse al nombramiento de 6 consejeros independientes.

integración que deberían corregirse en su versión final, en caso de considerar oportuno su mantenimiento (que nosotros no compartimos)³⁸.

Tamaño y Composición

62. El CU recomienda que el Consejo de Administración tenga un tamaño mínimo de siete miembros y un tamaño máximo de quince (Recomendación n° 10). El establecimiento de este rango de tamaños recomendados merece alguna consideración particular. Consideramos que la recomendación relativa al tamaño del Consejo de Administración de las sociedades cotizadas resulta innecesaria y arbitraria. Innecesaria porque los accionistas y los mercados deben juzgar si una sociedad está eficientemente gestionada y si su órgano de administración se adecua a las necesidades de la empresa. Arbitraria porque el establecimiento de un determinado número mínimo y máximo de consejeros resulta escasamente justificado³⁹. Parece más aceptable, aunque carente de relevancia práctica, la recomendación del CA, que no establecía un criterio cuantitativo respecto al tamaño del Consejo de Administración, sino que indicaba que debería dimensionarse con una especial atención al *"grado de dedicación, actividad y responsabilidad, el Consejo de Administración deberá tener un número*

³⁸ Así, teniendo en cuenta que de conformidad con la Recomendación 35 y el comentario 31 del CU los consejeros que reúnan la doble condición de ejecutivos y dominicales tendrán la consideración de ejecutivos a efectos del CU, la recomendación 18 es insuficiente para mantener el criterio de proporcionalidad que propugna en numerosos supuestos.

En nuestro ejemplo, asumiendo que los consejeros ejecutivos han sido nombrados por el socio de control, vemos cómo el accionista que controla el 40% del capital nombra el 50% del consejo. Adicionalmente, esta circunstancia es coherente con la restricción prevista en el inciso final de la recomendación 18 y, no obstante, no tienen por qué existir circunstancias particulares de las previstas en el inciso intermedio que justifiquen la alteración de la regla de proporcionalidad.

³⁹ De una parte, teniendo en cuenta que el Consejo debe incluir un número mínimo de tres consejeros independientes que, en todo caso, deberá representar un tercio de los miembros del Consejo (Recomendación n° 16), parece innecesario aumentar el tamaño mínimo del Consejo de Administración de las Sociedades cotizadas respecto a las recomendaciones del CO – que en su recomendación n° 4 del CO propone que *"el Consejo de Administración ajuste su dimensión para lograr un funcionamiento más eficaz y participativo. En principio, el tamaño adecuado podría oscilar entre cinco y quince miembros"* (énfasis añadido) –. Toda vez que en el seno de un consejo de cinco miembros cabe el nombramiento de tres consejeros independientes, deberían ser las propias sociedades las que determinaran si están interesadas en nombrar un consejo integrado mayoritariamente por consejeros independientes o si prefiere aumentar su tamaño de cinco a seis, siete o más miembros. Por tanto, la elevación del número mínimo de consejeros es innecesaria para respetar la presencia mínima de consejeros independientes (en contra de lo que parece indicar el Comentario de la nota al pie n° 12) y puede, en algunas circunstancias, presionar a las sociedades cotizadas a asumir mayores costes de administración. Para evitar una carga innecesaria a las empresas, opinamos que la recomendación sobre un tamaño del consejo debería desaparecer del código de buen gobierno corporativo. Por tanto, sería recomendable mantener la dimensión mínima del Consejo de Administración en cinco miembros.

Por otra parte, en relación con el número máximo de consejeros, podría ser bueno incluir una excepción al número máximo recomendado en casos de fusión de empresas, en que podría establecerse la posibilidad de mantener transitoriamente consejos de administración de hasta veinte o veinticuatro miembros, en línea con lo establecido por la PCSM en su Art. 417.3. Sin embargo, en contra de lo indicado en el Proyecto de Código de Sociedades Mercantiles, no consideramos necesario limitar esta excepción al caso de fusión entre sociedades cotizadas; sino que, para evitar establecer discriminaciones en perjuicio, probablemente, de los administradores de las sociedades no cotizadas que se vean afectadas por la fusión, debería aplicarse a cualquier caso de fusión.

razonable de miembros para asegurar su operatividad y el trabajo de cada consejero' (p. 32, énfasis añadido).

63. En definitiva, consideramos que el CU no debería incluir ninguna recomendación relativa al tamaño del Consejo de Administración de las sociedades cotizadas y que, como máximo, el Grupo Especial podría recomendar al Gobierno que indicara expresamente la necesidad de aportar información en torno al dimensionamiento del Consejo de Administración en la aprobación del modelo de informe anual de gobierno corporativo a través del que las sociedades cotizadas deban informar el mercado del grado de cumplimiento de las recomendaciones del CU o informar de las razones de haber optado por criterios alternativos.

2.7. El Vicepresidente independiente (recomendación nº 23).

64. Aparentemente, y a diferencia de sus predecesores, el CU no se pronuncia sobre si el presidente del consejo debe o puede coincidir con el máximo ejecutivo de la sociedad. Son conocidas las admoniciones contra la excesiva acumulación de poder del CO y el equilibrado discurso del CA sobre la cuestión (sin un pronunciamiento sobre el particular)⁴⁰. El CU emplea una estrategia distinta para resolver el problema, de inspiración británica, consistente en ofrecer a las sociedades la adopción de un mecanismo que eventualmente contrapesa y controle el ejercicio del poder por el presidente que a la vez sea máximo ejecutivo de la sociedad: el vicepresidente independiente. Frente a la estrategia anterior, de llamar la atención a las sociedades sobre la cuestión, que aparentemente no ha tenido mucha eficacia práctica, el CU opta ahora por poner a su disposición una solución precisa y concreta.

65. La Recomendación nº 23 propone la creación de un Vicepresidente independiente en el caso que el presidente del consejo sea el máximo ejecutivo de la compañía. Entre otras atribuciones, el vicepresidente independiente dirigirá el proceso de evaluación del presidente. La introducción de una tercera vía a medio camino entre el requerimiento de incompatibilidad de de presidencia del consejo y primer ejecutivo y una unificación de ambas tareas en una sola persona puede, en principio, parecer acertada. De esta manera se introduciría un mayor grado de flexibilidad y un mayor abanico de posibilidades a las empresas a la hora de elegir cuál es el nivel de "buen gobierno corporativo" que les conviene instalar en sus órganos de decisión. Sin embargo, es preciso valorar los riesgos y peligros que el mecanismo recomendado en su formulación actual puede suscitar. En su descripción detallada el CU sienta las bases de un posible fraccionamiento y de

⁴⁰ Véanse, respectivamente recomendación 5 del CO y IV.4 del CA.

disensiones en el consejo, al crearse un subgrupo de consejeros externos capitaneados por el vicepresidente independiente, y al darse a entender que actualmente existen preocupaciones de los consejeros externos que quedan desatendidas. La formulación propuesta puede invitar a pensar que las sociedades cotizadas que no sigan esta recomendación lo hacen para acallar esa discrepancia o disidencia en el seno del consejo, cuando es posible que no sea así. Eventualmente, nos parece aconsejable que la recomendación se formule en otros términos que no conlleven un juicio de valor sobre el funcionamiento y la situación de los órganos de administración de las sociedades⁴¹.

2.8. El Secretario del Consejo (recomendación nº 24).

66. En contra de lo recomendado por el CO y superando el silencio del CA en este punto, el CU recomienda que los Secretarios del Consejo de Administración no reúnan la condición de Consejero. Merece especial comentario el hecho que se alteren recomendaciones de este tipo en periodos temporales no muy grandes (ocho años), dado que la inestabilidad de las recomendaciones les hace perder valor, dado que pueden generar la impresión de que en materia de gobierno corporativo “todo vale” porque al fin y a la postre son decisiones arbitrarias que pueden cambiarse sin mayor justificación. Dado que el complejo equilibrio que debe establecerse entre la independencia de juicio y el peso del Secretario del Consejo en su seno no apunta claramente hacia la conveniencia de que reúna la condición de consejero o no lo haga, que la eventual necesidad de someterlo a la responsabilidad de los administradores – cuando, siendo un profesional del derecho ya está sujeto a la correspondiente responsabilidad profesional – resulta difícil de establecer con carácter general, y con ánimo de no poner a las sociedades cotizadas en la tesitura de justificar por qué sus secretarios de consejo son consejeros (la justificación resultaría casi tan arbitraria como la de signo contrario), consideramos que sería preferible que el CU guardase silencio sobre este punto; salvo que el Grupo Especial sobre Gobierno Corporativo o la CNMV hayan identificado razones suficientes para exigir que el Secretario del Consejo de Administración no sea consejero.

67. Por otra parte, merece comentario la progresiva configuración del Secretario del Consejo de Administración como el garante (*gatekeeper*) de la legalidad de los actos del Consejo de Administración⁴². La imposición de estos especiales deberes

⁴¹ El tenor del Principio 1.2.5 de los *Principios de Buen Gobierno Corporativo. Código de Buenas Prácticas para los Consejeros y el Consejo* elaborados por el Instituto de Consejeros-Administradores (octubre de 2005) parece más recomendable (“Consejero Principal”).

⁴² El CO indicó que el Secretario del Consejo de Administración debía “*velar especialmente por la legalidad formal y material de las actuaciones del Consejo y garantizar que sus procedimientos y reglas de gobierno son respetados y regularmente revisados*” (apdo. 3.3); y recomendó que se dotase “*de mayor relevancia a la figura del Secretario del*

de vigilancia resulta extraña a las normas de gobierno corporativo, dado que modifica la figura del Secretario del Consejo de Administración en la legislación positiva, que lo configura como un órgano concebido para dar soporte de las principales funciones del Consejo de Administración y de su Presidente (tales como la coordinación de las medidas necesarias para asegurar el flujo de información de la sociedad a los consejeros, la organización, control del desarrollo y documentación de las reuniones del Consejo, o la certificación de los mismos). De este modo, el Secretario del Consejo de Administración se ha ido progresivamente configurando como el garante de la legalidad y corrección de la actuación del Consejo de Administración de las sociedades cotizadas.

68. Sin embargo, la sede para esta configuración de la figura del Secretario del Consejo de Administración resulta al mismo tiempo inadecuada e insuficiente. Inadecuada, dado que el reforzamiento de la figura, funciones y atribuciones del Secretario del Consejo de Administración no debe ser aplicable exclusivamente a las sociedades anónimas cotizadas, sino a todas las sociedades mercantiles que opten por este sistema de organización de su órgano de administración. Por tanto, debería ser objeto de recomendación legislativa al Gobierno. E insuficiente porque no se trata de meras recomendaciones, sino de verdaderos deberes jurídicos de las personas que ocupen estos cargos. Por tanto, se recomienda que el Grupo Especial reconvierta parte de la actual Recomendación nº 24 del proyecto de CU y la configure como una recomendación legislativa dirigida al Gobierno. En dicha recomendación debería guardarse silencio sobre la posibilidad de que el Secretario del Consejo de Administración reúna o no la condición de consejero.

69. Por tanto, la actual Recomendación nº 24 del proyecto de CU debería limitarse, en su versión final, a recomendar que el nombramiento y cese del Secretario del Consejo de Administración, reúna o no la condición de consejero, sean propuestos por la Comisión de Nombramientos y aprobados por el pleno del Consejo de Administración.

Consejo, reforzando su independencia y estabilidad y destacando su función de velar por la legalidad formal y material de las actuaciones del Consejo" (rec. 6ª, énfasis añadido).

Por su parte, ahondando en esta configuración del deber de garantizar el legal y correcto funcionamiento del Consejo de Administración, el CA consideró que "*debería atribuírsele, de forma expresa, además del deber de atender a la legalidad formal y material de las actuaciones del Consejo, el de comprobar su regularidad estatutaria, el cumplimiento de las disposiciones emanadas de los organismos reguladores, y la consideración, en su caso, de sus recomendaciones, así como el de velar por la observancia de los principios o criterios de gobierno corporativo de la sociedad y las normas del Reglamento del Consejo" (apdo. 8, énfasis añadido).*

Finalmente, el CU indica que "*el Secretario del Consejo velará de forma especial para que las actuaciones del Consejo: a) Se ajusten a la letra y al espíritu de las Leyes y sus reglamentos, incluidos los aprobados por los organismos reguladores. b) Sean conformes con los Estatutos de la sociedad y los Reglamentos de la Junta, del Consejo y los demás que tenga la compañía. c) Tengan presentes las recomendaciones sobre buen gobierno contenidas en este Código Unificado y se ajusten fielmente a la letra y el espíritu de aquellas de sus recomendaciones que la compañía hubiera aceptado" (apdo. 24, énfasis añadido).*

2.9. Las sesiones del Consejo (recomendaciones nº 25-29).

70. Como el propio proyecto de CU indica en una nota al pie de página, no parece que haya una relación única directa entre reuniones del consejo y calidad de la labor de supervisión. En todo caso, correspondería a los accionistas el decidir si el número de reuniones es el adecuado o no. Por ello, la recomendación debería desaparecer y ser sustituida por la obligada publicación del número de reuniones del consejo al año así como su duración en minutos y fecha de celebración. De esta manera, siguiendo el objetivo inicial del documento, se apunta a medidas de buen gobierno corporativo cuya aplicación tenga pocos costes administrativos para las empresas y que se limiten a proporcionar una información estándar para que luego el mercado descentralizadamente las valore.

2.10. Evaluación, información y dedicación de los consejeros (recomendaciones nº 30 a 34)

71. El proyecto de CU en sus recomendaciones nº 30 y 31 propone que el Consejo en pleno evalúe el desempeño de las propias funciones del consejo, de la labor del presidente del consejo y del primer ejecutivo de la compañía así como del funcionamiento de las propias comisiones del consejo. Esta evaluación interna indudablemente es muy valiosa y es necesaria realizarla periódicamente en el consejo (y en cualquier organización). Sin embargo parece muy dudoso el valor informativo real que puede extraer el accionista sobre el buen gobierno corporativo al tener conocimiento de si el consejo se autoevalúa o no. En primer lugar, el CU propone que el consejo se autoevalúe no que el resultado de la autoevaluación se haga pública. En segundo lugar, aún en el caso que se obligara a hacer pública su el resultado de la autoevaluación, la objetividad y credibilidad de la misma sería muy dudosa y en cualquier caso el verdadero juez sobre el buen funcionamiento o no del consejo y de sus ejecutivos ha de ser la evolución en bolsa del precio de la acción. Por todo ello parece aconsejable la eliminación de las recomendaciones 30 y 31 por no aportar información de valor y en cambio añadir "ruido" innecesario a la medición de la calidad del buen gobierno corporativo.

72. Las recomendaciones nº 32 y 33 aseguran el derecho de los consejeros a la información para realizar sus funciones de supervisión. Parece que esta recomendación de buen gobierno es redundante dado que la ley de Sociedades Anónimas en su artículo 127.2 ya establece el deber de los consejeros a informarse. Al ser redundante con la LSA se recomienda su eliminación para no añadir ruido innecesario a la medición de la calidad del buen gobierno.

73. En lo referente a la Recomendación n° 34 existe una cierta evidencia empírica en las sociedades norteamericanas⁴³ respecto a una asociación negativa sobre el valor de la acción de una sobrecarga de consejos en los consejeros independientes. Esta evidencia sugiere que los incentivos para la labor de supervisión y control disminuyen con el número de consejos en los que sirven los consejeros independientes. Ante este razonamiento, parece que el CU no debería dejar a la discreción de las empresas la cuantía del límite máximo de consejos ya que cualquier empresa puede hacer esta medida totalmente ineficaz simplemente poniendo el límite lo suficientemente alto como para que sea irrelevante a su conveniencia. Cualquier límite será sobre el número de consejos será indudablemente arbitrario pero, siguiendo la evidencia empírica encontrada en Fich & Shivdasani (2006), un límite de tres asientos en diferentes consejos parece razonable. Por otro lado, entendemos que este límite no debería afectar a los consejeros dominicales ni a los consejeros ejecutivos puesto que por un lado la labor supervisora no corresponde a los consejeros ejecutivos mientras que los consejeros dominicales ya responden ante el accionista significativo al que representan de la calidad de su trabajo de supervisión. Por todo ello sugerimos que la recomendación 34.b. fuera re-escrita de la siguiente manera:

“Las sociedades deberán limitar a un máximo de 3 el número de consejos de administración en los que se sienta un consejero independiente. Este límite no aplicará en ningún caso a los consejeros dominicales o ejecutivos.”

2.11. Clases de consejeros

74. La Recomendación n° 13 del CU se refiere a la categoría de consejeros vinculados⁴⁴ (sin hacer mención a esta denominación), indicando que agrupa a aquellos consejeros externos que no puedan ser considerados dominicales ni independientes por encontrarse vinculados a la sociedad, a sus socios o a sus directivos. Esta categoría intermedia, que desdibuja la clasificación de los consejeros en dominicales, independientes y ejecutivos, puede resultar confusa. Consideramos conveniente aclarar que los consejeros vinculados no constituyen una clase autónoma de consejeros (que, por lo demás, carece de tratamiento a lo largo del CU), sino que serán asimilados a aquél tipo de consejeros con quienes mantengan una mayor similitud. Así, consideramos que los consejeros vinculados a los accionistas deberían asimilarse a los dominicales, y los vinculados a los directivos de la sociedad o a la sociedad misma, a los consejeros ejecutivos. De este modo, el énfasis del CU en mantener la categoría de consejero independiente

⁴³ Ver Fich & Shivdasani (2006) para un estudio empírico de este tema utilizando una muestra de empresas estadounidenses.

⁴⁴ Esta posibilidad ya se apuntaba en el CA, al indicar que podían existir consejeros externos que no fueran ni dominicales ni independientes (apartado III.2.1)

limpia de toda sombra de duda se preserva al no permitir la existencia de consejeros independientes asimilados o por asimilación.

75. Conviene destacar que el Comentario en la nota nº 31 a la Recomendación 35 establece que en aquellos casos en que *"un consejero desempeñe funciones de alta dirección y, al mismo tiempo, sea o represente a un accionista significativo o representado en el Consejo, se considerará como ejecutivo a los exclusivos efectos de este Código"*. Como el propio Comentario indica, esta preferencia por la clasificación como consejero ejecutivo frente a la posibilidad de considerarlo dominical (es decir, la preferencia por los consejeros externos frente a los internos) podría ir en contra de lo establecido en la normativa de OPAs (o al menos resultar extraña a la misma) y puede generar algunos problemas de confusión sobre el régimen legal aplicable en unas y otras situaciones.

76. Dado que la preocupación del CU parece ser minimizar la presencia de los consejeros ejecutivos en el Consejo de Administración y en sus Comités, podría resultar más adecuado establecer la clasificación de los consejeros con doble condición de ejecutivos y dominicales como consejeros dominicales, a efectos de permitir una aplicación e interpretación uniforme de este concepto, indicando que, no obstante, estos consejeros computarán como ejecutivos a los efectos de limitar la presencia de consejeros ejecutivos en el consejo y no podrán ser nombrados para ninguno de los Comités. En este sentido, conviene tener en cuenta que el consejero podrá perder la doble condición de ejecutivo y dominical si deja de ser ejecutivo de la empresa pero, en caso contrario, si pierde la confianza del socio que le nombró, difícilmente permanecerá en el Consejo de Administración como consejero ejecutivo. Por tanto, una aplicación uniforme del criterio a lo largo del tiempo parece recomendar la preferencia por la condición de dominical en caso de consejeros que desempeñen funciones de alta dirección y, al mismo tiempo, sean o representen a un accionista significativo o representado en el Consejo.

77. A efectos de determinar los vínculos entre consejeros y socios que permitan clasificar al consejero como dominical, la Recomendación 37.d) del CU establece la presunción de que los cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o parientes de hasta segundo grado de un accionista significativo le representan. Pese a que la restricción del parentesco al segundo grado sea conforme al Art. 127.ter LSA y, por tanto, en virtud del principio de voluntariedad el CU no pueda ampliar su ámbito subjetivo de aplicación; consideramos que sería recomendable que la legislación española extendiera el concepto de *persona vinculada* (en que se basa la mencionada presunción) hasta el tercer grado de parentesco para evitar el nepotismo en su acepción estricta (la palabra nepotismo viene del latín *nepos*, que significa sobrino). En este sentido, conviene tener en cuenta que la PCSM incluía en la prohibición para ser nombrado consejero

independiente a los parientes, hasta el tercer grado inclusive, de las personas que se consideraban vinculadas a la sociedad o a sus socios de control (Art. 422.4). Por tanto, consideramos que podría formularse una propuesta de regulación al Gobierno en este sentido.

78. En relación con la Recomendación nº 40, llama poderosamente la atención que se mencionen las relaciones futuras que un consejero pueda mantener con la sociedad, con sus accionistas o directivos como causa que impida su clasificación como independiente. Dada la dificultad de determinar si un consejero mantendrá relaciones futuras con la sociedad, con el accionista o el directivo, consideramos que sería recomendable aclarar la recomendación, restringiendo su ámbito de aplicación a aquellos casos en que el consejero ya haya llegado a un acuerdo con la sociedad, con el accionista o con el directivo para establecer dicha relación. Por tanto, la Recomendación debería incapacitar para ser nombrado consejero independiente, o para mantener dicha condición, exclusivamente a los consejeros que se vean condicionados por haber alcanzado cualquier pacto con la sociedad, con sus accionistas o directivos, para desarrollar una relación de colaboración, independientemente de que los efectos de dicho pacto sean pasados, presentes o futuros.

2.12. Cese y dimisión de los consejeros (recomendaciones nº 44 a 48)

79. La segunda parte de la Recomendación nº 46 del CU – en la que se invita a considerar la dimisión de un consejero por el perjuicio que pueda causar al crédito y reputación de la sociedad que uno de sus consejeros resulte procesado o se dicte en su contra auto de apertura de juicio oral por los delitos señalados en el artículo 124 LSA – es cuestionable por innecesaria y porque agrava el efecto negativo sobre el crédito y reputación de la sociedad y del consejero procesado (extrema el linchamiento público propio de estas situaciones); resultando en una injerencia excesiva por parte del CU.

80. En estas situaciones, puede resultar recomendable que el consejo se reúna para analizar la cuestión, pero es excesivo obligarle a que explique por qué invita o no a la dimisión a su consejero (que es lo que en última instancia aparentemente exige el “cumplir o explicar”). En todo caso, la redacción de la recomendación presiona en gran medida al consejo de administración para que decida sistemáticamente recomendar la dimisión del consejero afectado para evitar la responsabilidad del resto de miembros del consejo y establece una turbia imagen de corporativismo excesivo, encubrimiento o cooperación por parte del resto de consejeros si resulta que el consejero afectado es finalmente condenado. Todos estos efectos previsibles en la aplicación práctica de la Recomendación nº 46 del CU la hacen conculcatoria del derecho a la presunción de inocencia previsto en el

Art. 24.2 de la Constitución española de 1978. Además, la particularidad de la recomendación consiste también en extralimitarse en su contenido, al apuntar la dimisión del consejero como posible salida de la crisis. Esta alusión resulta improcedente, también la contenida en el Comentario (nota 43), de la que claramente se deduce que quizás haya otras circunstancias que quiebren la confianza en la que se basó el nombramiento y resulta imposible ser exhaustivo.

81. Finalmente, el refuerzo excesivo de los efectos del procesamiento o de la apertura de juicio oral contra el consejero de una sociedad cotizada, agravando sus costes reputacionales en una fase tan preliminar de la investigación genera un importante riesgo de sobreprevención y de sobrecumplimiento de la recomendación (overenforcement y overdeterrence) por acumular las sanciones del mercado (previas) a las sanciones penales y/o civiles que correspondan⁴⁵. Adicionalmente, en caso de "recomendaciones" a la dimisión en casos que resulten desestimados, podrían producirse reclamaciones de responsabilidad del consejero saliente no sólo frente a los denunciantes, querellantes o la administración de justicia, sino también frente a los consejeros de la sociedad y frente a la sociedad cotizada misma. Por tanto, dada la escasa justificación material de la recomendación, su aparente vulneración de los derechos fundamentales de los administradores afectados y la plausibilidad de importantes efectos negativos en el sistema jurídico, consideramos que sería recomendable su eliminación de la versión definitiva del CU.

2.13. Retribución de los consejeros (recomendaciones nº 49 a 57)

82. Dado el papel fundamental de los consejeros independientes sobre la calidad del buen gobierno corporativo de las empresas cotizadas, parece muy relevante el entender las condiciones en las que los consejeros independientes tendrán los incentivos necesarios para realizar su labor de supervisión. Una manera muy clara con la que se puede alinear el interés de los accionistas con el de los consejeros independientes es a través de ligar la remuneración del consejero independiente a la evolución del precio de la acción. Para evitar un incentivo perverso a manipular la información en el corto plazo, parece razonable que este tipo de remuneración variable al consejero independiente se efectúe mediante la entrega de acciones que no pueden ser transferidas hasta el término del mandato del consejero tal como estipula la Recomendación nº 52. Pese a que esta Recomendación nº 52 puede ir en contra de la recomendación europea al respecto (ver el final del documento en el apartado de respuesta a las preguntas planteadas por la Comisión) mantener este tipo de remuneración variable es beneficioso para la calidad del gobierno corporativo de la empresa al dar incentivos a los consejeros

⁴⁵ En este sentido, ver Bierschbach, Richard and Stein, Alex, "Overenforcement". *Georgetown Law Journal*, Vol. 93, No. 6, 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=742067>.

independientes para realizar adecuadamente su labor de supervisión y por ello aplaudimos esta medida.

83. Adicionalmente, el consejero independiente tendrá incentivos para realizar su labor de supervisión si al desarrollarla de manera adecuada construye una reputación de buen consejero independiente como defensor de los intereses de los accionistas que puede reportarle en el futuro asientos en otros consejos. Si un consejero independiente ha establecido este tipo de reputación, parece natural pensar que además los futuros asientos en otros consejos de administración vendrán asociados con una remuneración total más alta como premio a la reputación adquirida⁴⁶. Para fomentar la creación de este tipo de reputación de los “buenos” consejeros independientes la CNMV podría facilitar al accionista la difusión de esta información mediante la recopilación en un solo documento de la información relativa a todos los consejeros independientes que se sientan en empresa cotizadas españolas. Sin ánimo de exhaustividad, este documento debería incluir todos los consejos en los que se sienta cada uno de los consejeros independientes, el retorno para el accionista de cada una de las empresas en las que el consejero está en el consejo, el número de años que lleva en el consejo de cada empresa así como su remuneración en cada uno de ellos. De esta manera un accionista podría con muy poco coste en términos de tiempo observar qué consejero independiente se sienta en el consejo de aquellas empresas que realmente están creando valor para el accionista e invertir en aquellas empresas que contratan consejeros independientes que se han caracterizado en el pasado por una excelente labor de supervisión e independencia.

84. En la misma dirección que los comentarios anteriores opinamos que la recomendación 53 debería ser eliminada del código de buen gobierno al ser demasiado intervencionista y en todo caso muy ambigua. Los consejeros independientes tienen que ser premiados por su buena labor de supervisión y si esa retribución es excesiva o no es muy difícil de valorar ya que depende de una miríada de circunstancias personales y profesionales. En todo caso debe ser el mercado y no la propia empresa quien valore la cuantía de esa compensación a través de una política de total transparencia en las recomendaciones como el CU recomienda. En segundo lugar, una medida de buen gobierno que castiga a aquellas empresas que pagan generosamente a sus consejeros independientes puede dificultar el que se cree un mercado de consejeros independientes que premie a aquellos consejeros que han demostrado excelencia en sus labores de supervisión.

⁴⁶ Este argumento es bien conocido en la literatura académica sobre Gobierno Corporativo y fue expuesto por vez primera en Fama & Jensen (1983).

85. Desde una perspectiva diferente, consideramos que simultáneamente deben introducirse recomendaciones destinadas a que las sociedades cotizadas justifiquen especialmente las subidas en la remuneración de sus consejeros. En este sentido, consideramos que los mecanismos de aprobación y de información sobre la remuneración de los consejeros de las sociedades cotizadas y, especialmente, el voto consultivo de la Junta General pueden tener un importante efecto moderador de dichas remuneraciones.

86. En su Recomendación nº 49 y de modo más permisivo de lo previsto en el CA (*"la entrega o asignación de acciones, opciones sobre acciones o sistemas referenciados al valor de la acción [...] requerirán aprobación de la Junta General"*, p. 40) y en la Recomendación de la Comisión Europea sobre remuneración de consejeros (que atribuye esta competencia a la Junta General, salvo que su voto sea consultivo en esta materia)⁴⁷, el CU prevé que la política de remuneración de los administradores será aprobada por el Consejo de Administración, y exclusivamente sometida a la Junta General indirectamente a través del informe de remuneraciones y sólo en términos consultivos (Recomendación 56). En este sentido, consideramos que resultaría especialmente beneficioso para el sistema de gobierno corporativo español que se realizase una recomendación más ambiciosa en relación con este aspecto concreto, en que se identifica uno de los principales conflictos de interés entre accionistas y consejeros (ejecutivos)⁴⁸.

87. Concretamente, consideramos que sería muy positivo que la aprobación y la modificación de la política retributiva y, en particular, los "sistemas en virtud de los cuales se remunera a los consejeros en acciones, opciones sobre acciones o cualquier otro derecho a adquirir acciones, o en función de la cotización de las acciones" se atribuyese a la Junta General, incluyendo esta facultad entre las previstas en la Recomendación nº 4 del CU – en línea con la recomendación del CA y con el apartado 6.1 de la Recomendación sobre remuneración de consejeros (que exige que estos sistemas de remuneración variable sean objeto de aprobación previa mediante resolución de la Junta General) –.

⁴⁷ Recomendación de la Comisión de 14 de diciembre de 2004 relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa. DO L 385, de 29.12.2004, p. 55 – 59. La adopción de medidas relativas a la adaptación de estas recomendaciones por parte de los Estados miembros finaliza el próximo 30 de junio de 2006.

En su artículo 4.1 la Recomendación indica que *"Sin perjuicio del papel y de la organización de los órganos encargados de determinar la remuneración de los consejeros, la política retributiva así como cualquier modificación significativa de la misma debe figurar explícitamente en el orden del día de la junta general anual"* (énfasis añadido).

⁴⁸ Así lo recuerda la propia Comisión Europea en el expositivo 2 de la Recomendación sobre remuneración de consejeros, al indicar que *"el de la remuneración es uno de los ámbitos donde existe un mayor riesgo de conflicto de intereses para los consejeros ejecutivos de las empresas y en el que se deben tener debidamente en cuenta los intereses de los accionistas"*.

88. Consideramos que la Recomendación 57.a) puede resultar confusa o insuficiente para capturar la totalidad de las remuneraciones percibidas por los consejeros de las sociedades cotizadas. Tal y como se prevé en la Recomendación sobre remuneración de consejeros, es conveniente que la información relativa a la remuneración individualizada de cada consejero contenga específicamente *"el valor total estimado de los beneficios no pecuniarios equiparados a una remuneración"* [apartado 5.3.f)]. Esta información podría no estar claramente comprendida en el inciso vii) del apartado a) de la Recomendación 57 del CU, de modo que consideramos que podría aclararse la redacción del mismo o incluirse un inciso adicional que hiciera mención expresa de estos beneficios no pecuniarios satisfechos a los consejeros de las sociedades cotizadas.

3. COMENTARIOS SOBRE EL PROYECTO DE RECOMENDACIONES COMPLEMENTARIAS.

89. El CU incorpora un Anexo I que, bajo la denominación de "Proyecto de Recomendaciones Complementarias", introduce recomendaciones de diversa índole a distintos destinatarios (sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de fondos y planes de pensiones, intermediarios financieros que sean entidades adheridas a la sociedad de sistemas que actúen como depositarios o custodios de acciones de sociedades cotizadas, gobierno y CNMV)⁴⁹.

90. Como se ha indicado, estas recomendaciones complementarias de las recomendaciones de buen gobierno traen causa en el mandato del Consejo de Ministros que encargo a la CNMV la unificación y actualización de las recomendaciones sobre gobierno corporativo, pero –al menos por que atañe a las recomendaciones de reformas legislativas al Gobierno- su diferente naturaleza y propósito aconsejaba incorporarlas a un documento independiente, para no incrementar la confusión sobre la voluntariedad del CU y sobre su carácter de norma de buen gobierno societario. Algunas de las recomendaciones contenidas en el Anexo, aunque puedan estar justificadas, no tienen ese carácter.

91. Desde otra perspectiva, puede resultar controvertida y discutible, la atribución al Grupo Especial de facultades de propuesta al Gobierno de modificaciones legislativas que trascienden al marco del gobierno de las sociedades cotizadas, al tratarse de reformas que se aplicarían a cualesquiera sociedades anónimas (lo que ocurre con las recomendaciones 7 y 8 del Anexo).

3.1. Voto por los inversores institucionales.

92. Frente a la ambigua exigencia de ejercicio activo de los derechos de voto de los inversores institucionales, recomendamos que la legislación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones obligue a estas entidades a hacer público el sentido de sus votos⁵⁰.

3.2. Auditoría

93. La incorporación de la mayoría de las recomendaciones del CO y del CA a normas legislativas (principalmente a la Ley 19/1988, de 112 de julio, de Auditoría

⁴⁹ El destinatario principal del CA eran las sociedades cotizadas, aunque había recomendaciones a otros sujetos (*Capítulo V. Los prestadores de servicios profesionales*), y no se excluía el "uso que de ellas hicieran o estimaran necesario hacer los poderes públicos" (consideración general nº 5, p. 11).

⁵⁰ También exige divulgación y explicación previa, Principio II.3 de los Principios de Buen Gobierno Corporativo. Código de Buenas Prácticas para los Consejeros y el Consejo elaborados por el Instituto de Consejeros-Administradores (octubre de 2005).

de Cuentas, a través de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre), reduce las necesarias menciones que sobre esta relevante cuestión ahora se realizan.

94. El Proyecto de Recomendaciones complementarias anexo al CU encarga a la CNMV que introduzca determinadas exigencias para las sociedades cotizadas en relación con el cambio de sus auditores, introduciendo transparencia sobre las razones del cambio en caso de que fuera el desacuerdo entre auditor y sociedad, e incluyendo la ingenua confirmación a cargo del auditor entrante de que en su contratación no ha tenido que ver nada una posible connivencia con la sociedad sobre los criterios contables o de auditoría que aplicaría a la sociedad en caso de ser contratado. La exigencia tiene sentido, y debe incorporarse como destacada a las actuales normas de auditoría sobre el cambio de auditores, que introducen diversas cautelas dirigidas a salvaguardar la independencia del auditor y el interés de la sociedad⁵¹.

3.3. Coordinación de accionistas minoritarios.

95. Las propuestas relativas a la coordinación entre pequeños accionistas resultan interesantes, dado que apuntan a la necesidad de incorporar al ámbito español las recomendaciones del Grupo de Expertos en Derecho de Sociedades sobre introducción de los medios electrónicos en el funcionamiento de las juntas de accionistas (*e-governance*). El creciente desarrollo de los mecanismos telemáticos en el desarrollo de las asambleas societarias⁵², hace pensar que en el futuro puedan funcionar y resultar saludables para la coordinación de los accionistas y para la protección del interés social los foros electrónicos de accionistas a los que se alude en la recomendación 5 del anexo.

3.4. Impugnación de acuerdos sociales

96. La Recomendación Complementaria nº 7 apunta la existencia de un uso indebido, excesivo o abusivo de la facultad de impugnación de acuerdos de la Junta General de Accionistas que, en opinión del Grupo Especial, precisa que el Gobierno estudie la modificación del régimen legal establecido en el Art. 117 LSA. El régimen de la citada disposición legal permite que los acuerdos nulos sean impugnados por cualquier accionista, los administradores y cualquier tercero que acredite interés legítimo, mientras que los acuerdos anulados podrán ser impugnados por aquellos accionistas que hubieran hecho constar su oposición al

⁵¹ Resolución de 25 de febrero de 2003 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publica la Norma Técnica de Auditoría sobre "relación entre auditores". B.O.E. de 09-06-2003.

⁵² FORO DEL PEQUEÑO ACCIONISTA, Informe sobre proyectos de participación digital en juntas de accionistas 2006-IBEX 35, febrero 2006.

acuerdo en el acta de la Junta, por los accionistas ausentes o por los que hubieran sido privados de su derecho de voto ilegítimamente.

97. En este sentido, debemos destacar que no se aprecia justificación suficiente para la modificación de este régimen legal que, por otra parte, establece normas laxas de legitimación para la impugnación de acuerdos nulos y normas más estrictas de legitimación para la impugnación de acuerdos simplemente anulables; estableciendo requisitos que parecen razonables y que garantizan un efectivo control de las decisiones del supremo órgano societario. Por otra parte, la restricción de la legitimación de impugnación sólo podría operarse, bien excluyendo la legitimación de terceros y de los administradores en caso de acuerdos nulos, bien configurando la legitimación de la impugnación como un derecho de minoría (sea para la minoría que represente el 1% o el 5% del capital social). Cualquiera de estas medidas supone dificultar significativamente el control de las decisiones de la Junta General de Accionistas y, cuanto menos, requeriría una mayor justificación de los problemas identificados y de las soluciones propuestas por parte del Grupo Especial.

3.5. Responsabilidad de administradores por deslealtad.

98. En relación con la responsabilidad de los administradores, el CU retoma la propuesta de los CO y CA para precisar aquellos aspectos del régimen de responsabilidad de los administradores por infracción del deber de lealtad que todavía se consideran insuficientes para el establecimiento de la política de severidad propugnada por el CA y por nuestra doctrina⁵³. En particular, en lo relativo al establecimiento de una legitimación activa (simplificada) de los accionistas para el ejercicio de la acción de responsabilidad por deslealtad. En este sentido, el Plan de Acción en materia de Derecho de Sociedades ya indicaba la oportunidad de incluir en la legislación societaria “un derecho de investigación especial, en virtud del cual los accionistas que posean un determinado porcentaje del capital social tendrían el derecho a solicitar a una autoridad judicial o administrativa que autorice una investigación especial sobre los asuntos de la sociedad” (p. 19).

99. En relación con la eventual introducción de este especial derecho de investigación, conviene tener en cuenta las recomendaciones del Grupo de Expertos en Derecho de Sociedades, que indicaron la necesidad de que el procedimiento de investigación a que den lugar cumpla una serie de requisitos que garanticen su iniciación exclusivamente en casos en que haya una evidencia (indiciaria) suficiente, a efectos de evitar la iniciación de procedimientos puramente

⁵³ Política de severidad propuesta por Paz-Ares en InDret (2003).

inquisitoriales ("*fishing expeditions*") o la utilización de este derecho como medida ofensiva en contra de los administradores afectados⁵⁴. Adicionalmente, convendría prever mecanismos especiales que puedan garantizar la confidencialidad del procedimiento (incluso de la propia existencia de la investigación) de modo que el simple ejercicio del derecho dirigiendo la demanda al órgano (judicial o administrativo) encargado de llevar a cabo la investigación especial no genere estos efectos negativos para los administradores afectados. Por otra parte, una vez las resoluciones adoptadas devengan firmes, debería establecerse un mecanismo de amplia difusión de la información para asegurar un adecuado nivel de prevención especial y general derivado de este mecanismo de persecución de los administradores infractores de sus deberes de lealtad.

100. En cuanto a la elevación de las sanciones propuesta por el CU, sería interesante que el gobierno valore la posibilidad de imponer una prohibición de ejercer el cargo de administrador a todas aquellas personas que hayan sido declaradas responsables por infracción del deber de lealtad, extendiendo el ámbito subjetivo del Art. 124 LSA a aquellos administradores que hayan sido condenados en vía civil por infracción del deber de lealtad, con independencia de que haya concurrido sanción penal. Esta propuesta se alinearía con el Plan de Acción en materia de Derecho de Sociedades, que proponía el establecimiento de esta prohibición a nivel comunitario (p. 19).

⁵⁴ En este sentido, ver Informe sobre un marco regulatorio moderno para el Derecho de sociedades, p. 58.

RESPUESTAS A LAS PREGUNTAS FORMULADAS

¿Existe alguna Recomendación del Código Unificado que resulte a priori poco apropiada para cierta categoría de sociedades cotizadas (p.ej. sociedades de tamaño medio o baja capitalización; sociedades de carácter familiar, en las que unos familiares sean consejeros dominicales y otros, siendo accionistas significativos y acaso fundadores de la compañía, sean también consejeros ejecutivos)?

Las recomendaciones del CU han de ser estándares para todas las empresas cotizadas. Precisamente su objetivo ha de ser el facilitar la comparación del buen gobierno entre sociedades. Esta valoración del buen gobierno que realiza el accionista individual lógicamente la realizará teniendo en cuenta no sólo si hay o no accionistas significativos o la capitalización de la empresa sino también teniendo en cuenta otros muchos factores como el *benchmark* de la industria a la que pertenece la sociedad cotizada. El romper la generalidad del buen gobierno hace menos efectivo la utilización por parte del mismo del accionista minoritario

A pesar de la plena libertad de las sociedades cotizadas para cumplir o no sus Recomendaciones, la publicación de este Código Unificado en los términos en que figura en este Proyecto, ¿podría inhibir la salida a Bolsa de nuevas empresas? En caso afirmativo ¿qué Recomendaciones concretas serían las que tendrían mayor efecto inhibitor?

Como ya se ha indicado anteriormente (§§ 0 y 6), el propio tono del CU, la mayor intervención de la CNMV en el control de "fondo" del cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo que trasluce de su tono y orientación, la mayor carga administrativa que se impone a las empresas y los mayores riesgos de litigiosidad relativa a responsabilidad de los administradores de sociedades cotizadas que fomenta pueden, efectivamente, inhibir el acceso de nuevas sociedades a Bolsa, así como eventualmente motivar la exclusión de cotización de otras.

¿Debiera el Código Unificado contemplar posibles excepciones al criterio de la Recomendación 3 en contra de las limitaciones estatutarias? A título ilustrativo, excepciones de esa naturaleza podrían ser:

Que las limitaciones figuraran ya en Estatutos en el momento de salida a Bolsa de la sociedad; o

Que las limitaciones sean o hubieran sido aprobadas por accionistas que representen como mínimo el 75% de los derechos de voto.

No. Como ya se ha puesto de manifiesto (§§ 44, 45 y 46), la prohibición de blindajes estatutarios debería producirse por ministerio legal a través de una reforma del Art. 105.2 LSA en la transposición de la Directiva de OPAs. En este sentido, sería recomendable adoptar la propuesta del Código de Sociedades Mercantiles que, en su Art. 378 dispone que "*En las sociedades cotizadas, los estatutos sociales no podrán limitar el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo*".

¿Existen en España argumentos concluyentes para recomendar con carácter general la separación de las funciones de Presidente y primer ejecutivo de la compañía? ¿Tendría sentido recomendar esa separación cuando no exista un accionista de control, en la medida en que en ese supuesto será mayor el riesgo de una excesiva concentración de poder en un Presidente ejecutivo?

Tal como estableció el informe Aldama, pese a que la separación de funciones podría mejorar la calidad de la labor de supervisión del consejo, también es cierto que hay circunstancias empresariales que pueden requerir de un liderazgo sólido y sin fisuras que requiera de la unión de ambas funciones. Hay que destacar que no existe un consenso en la literatura académica sobre gobierno corporativo acerca de si es conveniente o no dicha separación de funciones. No parece que en el caso español, ni aún cuando no exista un accionista de control, sea meridianamente claro que una opción sea superior a la otra y por ello es preferible que el CU no se pronuncie sobre el tema.

¿Existen fórmulas eficaces para limitar la concentración de poder en el Presidente ejecutivo distintas a la designación del Vicepresidente que contempla esta Recomendación?

Como hemos apuntado (§ 48), podría recomendarse adicionalmente a las sociedades cotizadas que el cargo de Presidente de la Junta recaiga en un Consejero Independiente. Esta propuesta, contenida en el Art. 388.1 de la PCSM puede resultar especialmente interesante para favorecer la relación entre Consejo y Junta, y a la vez, reducir la acumulación de influencia que puede alcanzar en la propia Junta de Accionistas el Presidente del Consejo de Administración que sea a la vez el primer ejecutivo de la compañía y, adicionalmente, actúe como Presidente de la Junta General de Accionistas (sea por previsión estatutaria o por designación por parte del socio(s) de control o de referencia de la compañía).

¿Debiera el Código Unificado recomendar que los Secretarios sean consejeros, o, alternativamente, guardar silencio al respecto, sin pronunciarse en contra de que lo sean?

Consideramos que, teniendo en cuenta las consideraciones ya expuestas (§§ 66, 67, 68 y 69), probablemente lo mejor sería no recomendar nada para no generar efectos de péndulo, pérdida de confianza y de credibilidad de las recomendaciones de buen gobierno y porque, sobre todo, no parece que existan argumentos claros ni a favor ni en contra de que el Secretario sea miembro del consejo de administración. El equilibrio entre importancia e independencia del Secretario, así como la eventual necesidad de someterlo a la responsabilidad de los administradores – cuando, siendo un profesional del derecho ya está sujeto a la correspondiente responsabilidad profesional – resulta difícil de establecer con carácter general.

¿Contiene la Recomendación 40 sobre consejeros independientes –inspirada en la de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005– algún requisito demasiado oneroso o mal transpuesto? ¿Omite alguno importante?

Conviene destacar que la Recomendación nº 40 del CU incluye un requisito adicional a los previstos en la recomendación comunitaria, como es la exigencia de

nombramiento a propuesta de la Comisión de Nombramientos para que un consejero pueda considerarse independiente; aunque prevé normas transitorias que permiten a las sociedades cotizadas seguir considerando independientes a los consejeros que incumplan esta condición hasta su próxima reelección – que deberá producirse a propuesta de dicha Comisión o, en caso contrario, determinará la necesidad de reclasificar al consejero –. Por tanto, no parece que esta condición resulte excesiva.

Por otra parte, la Recomendación nº 40 omite el requisito de que los consejeros independientes no reciban de la sociedad remuneración variable en función del rendimiento de la empresa [Anexo II, apartado 1.c): *"no recibir, ni haber recibido, remuneración adicional importante de la empresa o de alguna empresa vinculada, al margen de los honorarios percibidos como administrador no ejecutivo o supervisor. Esta remuneración suplementaria cubre, en particular, la participación en las opciones de compra de acciones o cualquier otra fórmula de remuneración ligada al rendimiento"*].

Como ya hemos indicado, consideramos que, independientemente del contenido material de la condición de independencia omitida, mantener este tipo de remuneración variable es beneficioso para la calidad del gobierno corporativo de la empresa al dar incentivos a los consejeros independientes para realizar adecuadamente su labor de supervisión y por ello aplaudimos esta medida.

PROPUESTA DE SIMPLIFICACIÓN (NO EXHAUSTIVA)

A continuación se enumeran de forma extractada algunas de nuestras principales observaciones y propuestas de recomendación para la simplificación del Código Unificado. La clasificación puede no ser unívoca ni exhaustiva. En cualquier caso, es precisa una redacción de todas las recomendaciones que rebaje el tono imperativo de las recomendaciones del Código Unificado.

Incorporación a la ley o a otros códigos	1, 2, 4, 5, 6, 8, 9, 19, 20, 21
Supresión por inadecuadas o por falta de valor informativo para el accionista	10, 11, 15, 22, 24, 25, 26, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 43, 46, 53, 54, 55

Las recomendaciones no mencionadas explícitamente en el anterior cuadro son aquellas que recomendaríamos modificar parcialmente o que nos parecen adecuadas.

REFERENCIAS NORMATIVAS

Unión Europea

Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo de 21.05.2003 sobre *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea – Un plan para avanzar*. COM (2003) 284 final.

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. DO L 142, de 30.04.2004, p. 12 – 23.

Propuesta de la Comisión de 27.10.2004, de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE relativas a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad y a las cuentas consolidadas. COM (2004) 725 final.

Recomendación de la Comisión de 14 de diciembre de 2004 relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa. DO L 385, de 29.12.2004, p. 55 – 59.

Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005 relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en Bolsa. DO L 52, de 25.02.2005, p. 51 – 63.

España

Constitución española de 1978

Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, a través de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre

Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores.

Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles aprobada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, el 16 de mayo de 2002.

Resolución de 25 de febrero de 2003 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publica la Norma Técnica de Auditoría sobre "relación entre auditores". B.O.E. de 09-06-2003.

Orden de desarrollo ECO/3722/2003, de 26 diciembre, sobre Informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades.

Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

Resolución de 8 de septiembre de 2005, de la Dirección general del Tesoro y Política Financiera, por la que se dispone la publicación del Acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de junio de 2005, por el que se encomienda a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la unificación y actualización de las recomendaciones sobre gobierno corporativo, primero (BOE nº 225, de 20 de septiembre de 2005, págs. 31324-31325)

Comunicación relativa a la constitución del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, disponible en www.cnmv.es.

REFERENCIAS JURISPRUDENCIALES

Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 de abril de 1997.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BECHT, M., BOLTON, P. and RÖELL, A. (2003) "Corporate Governance and Control". Chapter 1 in *Handbook of the Economics of Finance* edited by G. Constantinides, M. Harris and Rene Stulz, North Holland.

BETRAND, M., & MULLAINATHAN, S. (2001) "Are CEOs Rewarded for Luck? The ones without Principal do". *Quarterly Journal of Economics* 116(1), pp 906-932.

BIERSCHBACH, R. y STEIN, A. (2005) "Overenforcement". *Georgetown Law Journal*, Vol. 93, nº 6 (disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=742067>, visitado el 28.02.06)

FAMA, E. and JENSEN, M. (1983) "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.

FICH, E.M., SHIVDASANI, A. (2006) "Are Busy Boards Ineffective Boards" forthcoming en el *Journal of Finance*.

FORO DEL PEQUEÑO ACCIONISTA, Informe sobre proyectos de participación digital en juntas de accionistas 2006-IBEX 35, febrero 2006 (disponible, visitado el 28.02.06)

GÓMEZ ANSÓN, S. (2005) "Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros Españolas", en *Papeles de la Fundación*, nº 12 (disponible en www.fef.es, visitado el 28.02.06).

INSTITUTO DE CONSEJEROS-ADMINISTRADORES (2005), *Principios de Buen Gobierno Corporativo. Código de Buenas Prácticas para los Consejeros y el Consejo*, octubre, Madrid (disponible en www.iconsejeros.com, visitado el 28.02.06).

OECD, *Principles of corporate governance*, 2004, disponible en www.oecd.org.

PARTIDO SOCIALISTA OBRERO ESPAÑOL, *Programa Electoral- Elecciones Generales 2004* (disponible en www.psoe.es/files/programa_electoral_psoe.pdf).

PAZ-ARES, C. (2003), "La responsabilidad social como instrumento de gobierno corporativo", *Indret* nº 162 (octubre) páginas 53-54. Visitado el 28.02.06.