



## ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS GRUPOS DE SOCIEDADES

(Intervención del presidente de la CNMV en la Jornada sobre Gobierno Corporativo y grupos de sociedades organizada por la Universidad Complutense y Endesa y celebrada el día 19 de octubre de 2018)

Muy buenos días.

Agradezco mucho a la Universidad Complutense y a Endesa su invitación, que me permite estar hoy aquí con todos ustedes.

Enhorabuena a los organizadores por haber sido capaces de hacer realidad una jornada como esta, con tan distinguidos participantes y sobre un tema de tanto interés, que se sitúa en el núcleo de las inquietudes que animan a una institución como la CNMV, una institución

- que tiene como misión promover la transparencia de los mercados y la protección de los inversores y
- que tiene encomendado legalmente el seguimiento del gobierno de nuestras sociedades cotizadas y el fomento de las mejores prácticas en la materia.

Voy a referirme en los próximos minutos a tres cuestiones que creo de interés en este ámbito.

1. La primera es una cuestión de gran actualidad: la próxima transposición al derecho español de la Directiva europea de 2017, de modificación de la de 2007 sobre derechos de los accionistas, en lo que respecta a las operaciones vinculadas.

Como saben, se trata de una Directiva muy importante que aborda cuestiones de gran interés y que va a obligar a introducir modificaciones relevantes en nuestro derecho en diversos aspectos:

- en primer lugar en lo relativo al derecho de las sociedades cotizadas (y de sus accionistas significativos y de las asociaciones de accionistas) a conocer la identidad de sus accionistas, concepto que en la Directiva se refiere –y esto va a ser novedoso, al menos en términos de reflejo en normas escritas españolas- a los accionistas reales, a los que están en el último eslabón de las cadenas de intermediarios o depositarios;
- también en cuanto al deber que establece la Directiva, de los inversores institucionales y de los gestores de activos –conceptos estos que se definen con precisión-, de hacer pública y dar cuenta de su política de implicación, incluida la implicación a través del voto, en las empresas en las que participan;
- igualmente en cuanto a los deberes de transparencia de estos mismos agentes –inversores institucionales y gestores de activos- acerca de su estrategia de inversión, de la medida en que es coherente con los tiempos y naturaleza de sus pasivos y las expectativas de sus inversores;
- la Directiva también regula los deberes de transparencia aplicables a los asesores de voto o *proxy advisors*, uno de los fenómenos de más calado en la evolución del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas;
- y asimismo se refiere a la política de remuneraciones aprobada por la junta con la que debe contar toda sociedad cotizada y a los informes anuales de remuneraciones, sujetos al voto anual de la propia junta, aspecto ya recogido en nuestra legislación (y que solo va a requerir algunos retoques),
- y, finalmente, y a ello me voy a referir aquí de modo especial, la Directiva armoniza en diversos aspectos el régimen de las operaciones vinculadas.

En relación con ellas, Directiva va a obligarnos a introducir algunos cambios y a completar en algunos puntos nuestro régimen actual, que se concreta esencialmente en cuatro aspectos:

- en la obligación de incluir información sobre ellas en la información financiera anual y semestral (conforme a la NIC 24),

- en su necesaria aprobación, salvo que se trate de ciertas operaciones estándar, por el consejo (salvo que deba aprobarlas la junta por recaer sobre activos esenciales o, tratándose de operaciones con consejeros o accionistas representados en el consejo, por ser de valor superior al 10% de los activos sociales),
- en la regla de inversión de la carga de la prueba, mejor la carga de la argumentación, en caso de impugnación de acuerdos de junta adoptados con el voto decisivo de un socio conflictuado,
- y sobre todo, en lo que respecta a transacciones vinculadas con consejeros, en los principios de transparencia, independencia (con el consiguiente deber de abstención de los consejeros en conflicto tanto en el consejo como en la junta) y equidad que deben presidir todo análisis relativo a la admisibilidad de las operaciones vinculadas.

¿Qué cambios va a obligar a introducir la Directiva y qué puedo decirles sobre la posición de la CNMV al respecto?

Me gustaría aclarar que el debate, al que estamos contribuyendo, aún está en marcha. No obstante, antes del verano, con ocasión de la consulta pública realizada por la SGT tuvimos ocasión de transmitir al Ministerio de Economía, que lógicamente lidera los trabajos, unas primeras consideraciones sobre el enfoque a seguir en la transposición. En todo caso, estamos en permanente contacto con el Ministerio en relación con este tema.

#### - **Concepto de operaciones vinculadas**

La LSC –a efectos de su régimen de autorización- solo se refiere a operaciones vinculadas con consejeros y a operaciones vinculadas con accionistas significativos de sociedades cotizadas.

Desde la CNMV hemos planteado que también deban ser consideradas operaciones vinculadas, tanto a efectos de aprobación por el consejo como del régimen de publicidad ad hoc que prevé la Directiva, otras operaciones vinculadas en el concepto de la NIC 24 (como las operaciones con directivos clave o las transacciones con empresas en las que la compañía ostente el control conjunto).

**- Aprobación de operaciones vinculadas por el consejo o por la junta**

Hemos propuesto rebajar al 1 por mil el límite (actualmente del 1%) de los ingresos anuales de la exención relativa a operaciones estandarizadas a precios aplicados con carácter general.

En cuanto a los casos de aprobación obligatoria en junta, creemos razonable que sigan siendo los actualmente previstos en la LSC: operaciones sobre activos esenciales, entendiendo por tales en particular aquellos cuyo valor exceda del 25% del activo, y operaciones con consejeros de valor superior al 10% del activo.

**- Publicidad *ad hoc***

Siempre es complicado fijar umbrales, pero nos parecería razonable fijar el determinante de la obligación de publicidad que prevé la Directiva, por ejemplo, en el 5% del patrimonio neto, o en el 2,5% del importe anual de la cifra de negocios si la operación consiste en la entrega de suministros o la prestación de servicios.

Creemos que a estos efectos resulta más razonable y equitativo partir del patrimonio neto que del balance o volumen del activo.

Este tipo de umbrales siempre son líneas imperfectas, de trazo grueso, pero los porcentajes sobre el activo tienen un significado demasiado distinto según el nivel de apalancamiento que implique el tipo de negocio de cada compañía.

**- Voto en junta de los accionistas conflictuados**

Consideramos que la opción en este punto debe ser permitir participar en la votación a los accionistas que sean parte vinculada a condición de que la operación haya sido aprobada por la mayoría de los consejeros independientes. Ello manteniéndose en sus términos, por supuesto, el régimen previsto en el art. 190 LSC, ya citado, de inversión de la carga de la argumentación sobre la conformidad de la operación con el interés social en caso de impugnación.

Esta solución supondría recoger en la ley lo que ha sido la mejor práctica española en este ámbito, que se ha aplicado frecuentemente en relación con operaciones muy relevantes, como por ejemplo fusiones con la sociedad matriz o con otra filial o participada por ella.

La Directiva no exige para que pueda votar el accionista que sea parte vinculada que concurran cumulativamente las dos salvaguardias que menciona (voto favorable del resto de los accionistas o no oposición de la mayor parte de los consejeros independientes). El precepto correspondiente admite perfectamente una lectura más flexible, que parece la única coherente con la referencia del mismo a que para que pueda votar el accionista conflictuado debe haber “salvaguardias adecuadas que se apliquen antes del proceso de votación o durante éste” (no “y durante éste”).

La solución que se propone tiene en cuenta la experiencia de la CNMV, que incluye fusiones u otras operaciones propuestas por accionistas mayoritarios, en las que negarles el voto resulta antinatural y desproporcionado. Es más que razonable como garantía exigir la aprobación previa de los consejeros independientes (además de aplicar la regla antes citada de inversión de la carga de la prueba o argumentación).

El derecho societario tiene que ser equilibrado; debe proteger a los accionistas minoritarios pero a la vez preservar que en las compañías sus dueños sean quienes decidan con arreglo al principio mayoritario y que los grupos societarios tengan un margen adecuado para estructurarse y operar.

Ha de tenerse en cuenta también que nuestro derecho societario no contiene un régimen de grupos al modo alemán, por lo que la solución no puede ser simplemente inaplicar la regla de que no vote el socio mayoritario.

2. La **segunda cuestión** a la que quería referirme es la **especial posición que corresponde a los consejeros** de una filial cotizada, tanto si se trata de consejeros dominicales como de consejeros independientes.

En lo que respecta a los consejeros dominicales, es decir, los consejeros (en este caso) que de algún modo representan al socio mayoritario en el consejo de la filial, concepto peculiar del derecho español pero muy interesante y útil para el análisis de los problemas de gobierno corporativo, me gustaría destacar tres cosas:

- Se trata de consejeros que están sujetos a los mismos deberes y responsabilidades que el resto de los consejeros, al mismo deber de lealtad con respecto al interés social propio de la sociedad cotizada filial.
- No hay problema para que tengan en cuenta las indicaciones o el interés de la sociedad dominante, de su *dominus*. Y la determinación por una parte de lo que es conforme con el interés social puede considerarse caracterizada por un margen razonable de discrecionalidad. Pero los consejeros dominicales vinculados al socio mayoritario deben también guiar su actuación por el interés de la sociedad filial, de cuyo órgano de administración forman parte.
- En segundo lugar, no hay problema para que el consejero dominical comparta, dentro de un orden, información con su *dominus*. Esta cuestión, en su momento muy debatida, puede decirse que ya no suscita dudas en la doctrina y práctica española desde el punto de vista del derecho societario.

Lógicamente, el socio mayoritario tiene que hacer un uso recto de la información, circunscrito al seguimiento y gestión de su participación, y se extiende a él el deber de preservar su confidencialidad, pero no hay inconveniente en que haya diálogo entre él y el consejero y que el diálogo incluya transmisión de información que conozca como consejero en términos razonables para ese seguimiento y gestión.

Y esa compartición de información tampoco suscita dudas, siempre que tenga lugar en ese mismo contexto y condiciones, desde el punto de vista de la prohibición de la comunicación a terceros de información privilegiada, que se produciría en el normal ejercicio de una función, por utilizar la expresión del Reglamento de abuso de mercado.

- En tercer lugar, parece claro que deben extenderse a los consejeros dominicales los conflictos de interés que afecten a su *dominus*. Una consecuencia de ello es su deber de abstención en el consejo en relación con las operaciones con la sociedad en las que el accionista al que representan sea parte.

Entiendo que estas mismas consideraciones son aplicables a los consejeros ejecutivos, cuya posición, en caso de accionista mayoritario, ha de asimilarse a estos efectos a la de los dominicales.

En cuanto a los consejeros independientes, me gustaría llamar la atención sobre su especial responsabilidad en el caso de sociedades filiales cotizadas dada la natural tensión que puede producirse entre el interés social de la filial (el interés común de los accionistas de la filial) y el interés de la sociedad dominante.

Pienso sobre todo en las operaciones vinculadas con la sociedad dominante o con otras sociedades del grupo, pero también, en general, en el principio de que la actuación del consejo ha de tener como guía el interés social, es decir, como dice la Recomendación número 12 de nuestro CBG *“la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa”*.

He dicho en alguna ocasión que queremos que la CNMV sea vista como una instancia de amparo de los consejeros independientes que puedan verse perturbados en el ejercicio de su función. Lo reitero con carácter general, pero también, de modo especial, dirigiéndome a los que lo son en sociedades controladas mayoritariamente por la entidad dominante de un grupo.

Por otra parte, en las próximas semanas someteremos a consulta pública una Guía Técnica sobre Comisiones de Nombramientos y Retribuciones con el objetivo de propiciar que las mejores prácticas de funcionamiento de este tipo

de comisiones del consejo se generalicen lo más posible. Uno de los aspectos o preocupaciones de la Guía va a ser reforzar los elementos que garantizan que los consejeros independientes lo sean de verdad, lo que es especialmente importante en el caso de sociedades cotizadas controladas por un socio.

3. Finalmente, me gustaría referirme a un tema muy concreto, a otra de las Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de 2015, la número 2:

*“Que cuando coticen la sociedad matriz y una sociedad dependiente, ambas definan públicamente con precisión... las respectivas áreas de actividad y eventuales relaciones de negocio entre ellas... [y] los mecanismos previstos para resolver los eventuales conflictos de intereses que puedan presentarse.”*

Por efecto de lo que se dice en uno de los apartados del modelo de IAGC vigente, aprobado por Circular de la CNMV, solo se facilita información sobre la existencia y contenido de ese tipo de acuerdos de definición de las áreas respectivas de actividad y de los mecanismos relativos a los conflictos entre matriz y filial en el caso de que se trate de dos sociedades cotizadas en España. Incluso tiende a considerarse no aplicable la recomendación cuando la filial cotiza en España y su accionista mayoritario lo hace fuera.

Ambas cosas tiene poco sentido y habría que corregirlas. La recomendación debería referirse a todos los casos en los que una sociedad cotizada pertenezca a un grupo de sociedades que desarrollen actividades con lógica industrial de grupo o interrelacionadas, incluyendo también tanto al caso de matriz cotizada fuera de España como el de matriz no cotizada. Y el modelo debería reclamar, también en estos casos, una adecuada descripción de los mecanismos de delimitación y gestión de conflictos que puedan existir.

Muchas gracias por su atención. Les deseo una jornada muy interesante y fructífera.