

Administración de abonar las obras adicionales que ordene realizar al contratista para evitar que se produzca un enriquecimiento injusto.

Finalmente, otro de los aspectos destacables es el relativo a la transmisión de los derechos de cobro, regulada en el artículo 201 del Anteproyecto. La diferencia más notable con la regulación vigente afecta a la desaparición del apartado 5 del artículo 100 del TRLCAP. De ese apartado parece desprenderse actualmente la posibilidad de cesión de los créditos futuros de los contratistas frente a la Administración, cuestión ésta que ha planteado ciertas dudas interpretativas en relación con figuras financieras como el *factoring*. Sin embargo, será necesario aguardar hasta la aprobación final de la Ley de Contratos del Sector Público para conocer si el legislador introduce alguna aclaración en este sentido.

Conclusión

La reforma proyectada de la contratación pública afecta, como se ha visto, a un amplio elenco de cuestiones vinculadas con la práctica diaria tanto de las entidades que conforman el sector público como de las empresas que contratan con ellas. No obstante, las cuestiones que se han dejado apuntadas pueden sufrir importantes variaciones, habida cuenta del estado embrionario que aún tiene el Anteproyecto; las sucesivas fases que restan hasta la aprobación de su redacción final y las distintas aportaciones que pueden realizarse desde los sectores interesados.

MARÍA JESÚS MADRIGAL ESTEBAN
Y MANUEL VÉLEZ FRAGA (*)

LOS PRINCIPIOS REGULADORES DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA

1 · Introducción

El pasado día 18 de enero de 2006 el Grupo Especial de Trabajo creado por el Gobierno para asesorar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante C.N.M.V.) en la armonización y actualización de las recomendaciones de los Informes Olivencia y Aldama sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas hizo público un *Proyecto de Código*

Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas (en adelante el Proyecto de Código Unificado o P.C.U.).

Según explicita el propio Proyecto de Código Unificado, desde el pasado día 18 de enero de 2006 se iniciaron los actos de presentación del P.C.U. en las bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) y el procedimiento de consulta pública, que ha constado de dos etapas: (a) hasta el pasado 28 de febrero de 2006, recepción de comentarios por escrito y, desde esa fecha, (b) eventuales reuniones con los expertos o instituciones que realizaron alegaciones susceptibles de ulterior debate. Posteriormente, menciona la citada presentación, «tras ponderar con cuidado todas las observaciones y críticas que reciba, antes del 31 de marzo el Grupo aprobará la versión definitiva de sus Recomendaciones y, acto seguido, la C.N.M.V. las elevará al Gobierno y hará públicas».

Si bien la aprobación del *Código Unificado sobre Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas* (en adelante el Código Conthe) estaba inicialmente prevista, como hemos mencionado anteriormente, para el 31 de marzo de 2006, el Grupo Especial decidió demorar la aprobación del texto definitivo para poder estudiar con detenimiento todas las observaciones recibidas. Según diversos artículos publicados en prensa durante el día 21 de abril de 2006, la C.N.M.V. publicará el texto definitivo a finales de mayo de 2006. Esta afirmación coincide con manifestaciones recientes del Presidente de la C.N.M.V., D. Manuel Conthe.

Durante este período, el interés que ha suscitado el Proyecto de Código Unificado es digno de resaltar, habiendo generado un intenso debate público en muy distintos foros. Sirva de ejemplo de este interés una simple revisión de la página web de la C.N.M.V., que publica una relación de los comentarios al P.C.U. remitidos por aquellas personas y entidades que han autorizado su difusión pública. Esta relación incluye comentarios de 62 personas o entidades, incluyendo, entre otros, sociedades cotizadas, catedráticos, asociaciones muy diversas, consultorías, despachos de abogados, fundaciones, colegios profesionales y universidades. Nos consta, además, que ha habido muchos más comentarios y observaciones que los que publica la página web de la C.N.M.V.

A la luz de este debate y en «vísperas» de la publicación del Código Conthe, hemos considerado oportuno hacer un repaso panorámico de los pilares, fundamentos y principios que inspiran el marco regulatorio vigente actualmente en España en

* Abogados del Departamento de Derecho Público y Procesal de Uría Menéndez (Madrid).

relación con el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Para ello, analizaremos los principios que inspiran los textos fundamentales aprobados en nuestro país, a saber:

- (i) el informe sobre el Consejo de Administración y el Código de Buen Gobierno elaborado por la Comisión Especial para el Estudio de un Código ético de los Consejos de Administración de las sociedades (en adelante el Código Olivencia);
- (ii) el informe para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas (en adelante el Informe Aldama);
- (iii) la Ley 26/2003, de 17 de julio de 2003 (BOE de 18 de julio de 2003) y su normativa de desarrollo (en adelante la Ley de Transparencia); y, finalmente,
- (iv) el Proyecto de Código Unificado y el inminente Código Conthe.

Es importante destacar que el presente artículo no tiene como objetivo facilitar una descripción o resumen del contenido de la regulación existente en materia de gobierno corporativo, ni tan siquiera revisar las recomendaciones de gobierno corporativo que mayor debate y controversia han suscitado sino, como ya hemos indicado, revisar los pilares, fundamentos y principios que inspiran ese marco regulatorio.

Esperamos que esta aproximación a la materia, que no puede calificarse en ningún caso de novedosa por razón de los múltiples artículos, comentarios y observaciones que ya se han publicado sobre los principios reguladores del gobierno corporativo, sea de interés para el lector y sirva de preámbulo a ulteriores artículos, que sin duda alguna se publicarán tras la aprobación definitiva del Código Conthe.

2 · El Código Olivencia

En España, el gobierno corporativo comenzó su andadura con la Comisión Especial presidida por D. Manuel Olivencia Ruiz y conocida en consecuencia como Comisión Olivencia, que fue constituida formalmente por el Gobierno el 30 de junio de 1997 con un doble cometido:

- (i) la redacción de un informe sobre la problemática de los Consejos de Administración de las sociedades que apelan a los mercados financieros; y

- (ii) la elaboración de un código ético de buen gobierno de asunción voluntaria por estas sociedades.

El motivo del encargo, como se pone de manifiesto en la introducción de ese mismo texto, es la gran demanda que desde sectores profesionales y desde los propios mercados reclamaba mayores cotas de eficacia, agilidad, responsabilidad y transparencia en el gobierno de las sociedades que apelan a los mercados financieros, con el objetivo de alcanzar una más elevada credibilidad y una mejor defensa de los intereses de todos los accionistas.

Esta demanda exigía un movimiento de reforma cuyo origen podía encontrarse en el mundo anglosajón, pero cuya expansión a otros muchos países acusaba el entonces incipiente fenómeno de la globalización de la economía y la internacionalización de los mercados.

Entre las causas de la corriente reformista, existían dos conceptos fundamentales:

- (i) la separación entre propiedad y gestión, que lleva inherente el riesgo de conflictos de intereses; y
- (ii) la existencia de diversos grupos de accionistas, con las consiguientes tensiones internas en la propiedad de las sociedades.

Por ello, a medida que aumenta el grado de separación entre propiedad y gestión y la importancia relativa de los accionistas minoritarios y de los institucionales, se acentúa la necesidad de nuevas fórmulas de equilibrio en la organización del gobierno de las sociedades cotizadas. Sobre estos conceptos incidiremos posteriormente, con el objetivo de destacar la importancia que ha tenido en la evolución del gobierno corporativo en España el progresivo entendimiento de estos dos conceptos y su aplicabilidad a la realidad de las sociedades cotizadas españolas.

El resultado de la Comisión Olivencia es de sobras conocido y, como ya se ha indicado, el análisis de su contenido no es el objetivo del presente artículo. Por consiguiente, nos centramos en los principios sobre el que giran estas reflexiones, y que ya se institucionalizan en el Código Olivencia. El principio de voluntariedad y el principio conocido como «cumplir o explicar», *comply or explain*.

Efectivamente, el apartado 12.1 del Informe sobre el Consejo de Administración y las Consideraciones Generales del Código de Buen Gobierno explicitan claramente que no se pretende proponer normas de

derecho objetivo, sino ofrecer a la consideración de las sociedades destinatarias un catálogo de medidas y recomendaciones que, en uso de la libre autonomía de la voluntad y la facultad de autorregulación de las sociedades, podrán aceptarlas o desecharlas y, en su caso, adaptarlas a sus propias características y circunstancias. Este principio de voluntariedad queda «complementado» con la recomendación 23 del propio Código de Buen Gobierno que recomienda, valga la redundancia, pero no impone, que el Consejo de Administración incluya en su informe público anual información sobre las reglas de buen gobierno, razonando las que no se ajusten a las recomendaciones del Código Olivencia; esto es, el principio de «cumplir o explicar».

En este sentido, nos gustaría destacar (a) la Carta Circular 11/1998 de la C.N.M.V., que contenía sugerencias para facilitar a aquéllas sociedades que hubieran decidido asumir las recomendaciones de buen gobierno, su presentación en la información pública anual; y (b) la carta del entonces Presidente de la C.N.M.V., D. Juan Fernández-Armesto, de fecha 30 de marzo de 2000, por la que se aprueba el «Modelo de informe sobre el gobierno de las sociedades cotizadas en Bolsas de Valores 1999». En la misma, el Presidente de la C.N.M.V. dice expresamente que «Como ya se ha resaltado reiteradas veces, el Código obedece al principio de voluntariedad: se recomienda a las empresas que lo adopten, desde el convencimiento que su cumplimiento mejorará la calidad de la gestión, la transparencia informativa y, por ende, incrementará el valor de la empresa, pero no existe obligatoriedad jurídica que imponga su adopción».

Esta fórmula, conocida como *soft law* y ciertamente novedosa en ese momento en España, fue recibida con ciertas críticas:

- (i) unas de índole más técnica, que argumentaban que la Administración Pública debe dictar leyes de obligado cumplimiento cuando sean necesarias e imponer lo legislado, es decir, «normas duras», sin acudir al subterfugio de recomendar ciertas pautas de comportamiento y exigir explicaciones si no se cumplen; y
- (ii) otras de índole más pragmática, auspiciadas por aquellos que ya intuían la relevancia cada vez mayor que adquiriría el gobierno corporativo y creían necesaria una reforma en profundidad de las normas de buen gobierno en España. Éstos alegaban, no sin parte de razón, que las recomendaciones o «normas blandas» son ineficaces y que implicarían poco más que un *win-*

dow dressing («escaparatismo»), por lo que en la práctica las sociedades cotizadas continuarían sin facilitar al mercado información completa, transparente y relevante sobre su gobierno corporativo.

Precisamente estas críticas se han vuelto a poner de relieve en relación con el Proyecto de Código Unificado, siendo esta cuestión una de las que ha suscitado un intenso debate. No obstante, a pesar de que el principio de *comply or explain* continúa vigente en el P.C.U., las mayores críticas que ha recibido son en sentido contrario a las que se han puesto de manifiesto en los párrafos anteriores, esto es, cuestionando y poniendo en duda el carácter de *soft law* del P.C.U. y el mantenimiento de los principios de voluntariedad y de autoorganización, catalogados por este sector crítico como imprescindibles para que las propuestas de gobierno corporativo puedan cumplir sus objetivos. Sirva de ejemplo el documento de observaciones al P.C.U. redactado por profesores y alumnos del curso de Doctorado dirigido por el Profesor Doctor Manuel Olivencia Ruiz en la Facultad de Derecho de la Universidad de Sevilla, publicado por la C.N.M.V. en su página web, y que manifiesta literalmente que «las Recomendaciones que tienen como destinataria la autonomía de la voluntad privada tienden a orientar las decisiones societarias en el sentido más conveniente, el del buen gobierno, pero respetando la libertad de quienes las adopten. Ese principio es esencial y así debe inspirar el Código, en el fondo y en la forma, en la realidad y en la apariencia. El Proyecto, sin embargo, adolece de defectos que, aunque se trate de aspectos externos, formales o aparentes, provocan dudas sobre la voluntariedad de sus Recomendaciones, y que deben evitarse. El efecto negativo ya se ha producido en la opinión pública, que cuestiona el principio y critica el carácter reglamentario, de injerencia del Proyecto en el ámbito de la autonomía de la voluntad. Con más o menos fundamento, ese creencia está extendiéndose y, en todo caso, merece ser contrarrestada». Nos volveremos a centrar en estas críticas al analizar el P.C.U. en el apartado 5 siguiente del presente artículo.

Por el contrario, también hay diversas observaciones, algunas de ellas publicadas por la C.N.M.V. en su página web, que ahondan en la tesis contraria, argumentando fundamentalmente que en la defensa y protección de los intereses del pequeño accionista y en la defensa del buen gobierno y la transparencia hay que optar en ocasiones por la intervención legislativa, siguiendo el modelo establecido por la Ley Sarbanes-Oxley norteamericana.

Destacamos, por ejemplo, las observaciones al P.C.U. remitidas por la Asociación Española de Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas, que si bien menciona expresamente que «el Buen Gobierno es el resultado de la confluencia de diversos instrumentos, algunos de carácter «blando», estándares o protocolos de comportamiento propuestos y de recomendado cumplimiento, otros de carácter legislativo y, por ello, esencialmente vinculantes» concluye que desde esta perspectiva se aprecia en el P.C.U. una escasa presencia de «normas duras», ya que apenas se acompañan las recomendaciones del P.C.U. con otras dirigidas al legislador.

Para finalizar este apartado, y con el objetivo de que el presente artículo nos permita hacernos una idea sobre cómo ha evolucionado el gobierno corporativo en España y sobre qué decisiones de las Administraciones Públicas han «influido» en mayor o menor medida en esta evolución, nos gustaría detenernos en algunos de los datos más relevantes que se ponen de manifiesto en el informe sobre el grado de asunción del Código Olivencia relativo al ejercicio 2001, elaborado por la C.N.M.V.

Las principales conclusiones del análisis de los resultados del cuestionario realizado por la C.N.M.V. eran las siguientes:

- (i) 59 sociedades, cuya capitalización conjunta ascendía al 65% del mercado continuo, y de las cuales 20 pertenecían al IBEX, remitieron a la C.N.M.V. el cuestionario relativo al grado de cumplimiento del Código Olivencia, frente a 67 sociedades que lo hicieron en el año 2000.
- (ii) Los emisores declaraban seguir, en media, el 80% de las recomendaciones. En atención al cuestionario realizado por la C.N.M.V., las recomendaciones seguidas en realidad eran, en media, el 19,6%.
- (iii) La experiencia demuestra que el Código Olivencia estaba más orientado hacia sociedades cuyo capital flotante es elevado y, por tanto, carecen de accionistas mayoritarios, aspecto éste que, tal y como mencionaremos posteriormente, no refleja adecuadamente la realidad española.
- (iv) El seguimiento completo de las recomendaciones únicamente se manifiesta en ocho sociedades, mientras que otras nueve sociedades declaran un cumplimiento reducido del mismo, ya que no alcanzan a cumplir las dos terceras partes de las recomendaciones.

(v) El carácter voluntario del Código Olivencia implica interpretaciones distintas de las propias recomendaciones por parte de las sociedades e inconsistencias en las respuestas. Estos aspectos se ponen fundamentalmente de manifiesto en los aspectos más controvertidos, tales como el consejero independiente, los conflictos de interés de los consejeros, las operaciones con partes vinculadas o la transparencia en las remuneraciones.

(vi) El número de sociedades que remitieron el cuestionario los tres años de su vigencia (1999-2001) fue de 31. Atendiendo exclusivamente a estas sociedades, el grado de cumplimiento del Código Olivencia en el año 2001 es superior al mostrado en el año 1999 pero idéntico al del año 2000. Así pues, no parece que el grado de cumplimiento en dichas sociedades haya aumentado ostensiblemente durante el periodo comprendido entre los años 1999 y 2001.

3 · El Informe Aldama

Los escándalos financieros ligados a trampas contables, informaciones falsas y comportamientos poco éticos de algunos ejecutivos que se desvelaron a partir del año 2001 en los Estados Unidos de América, iniciaron una vorágine normativa con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas y tranquilizar de esta forma a los mercados de capitales. Estas reformas legislativas tienen su máximo exponente, o cuando menos el más conocido, en la ley americana *Sarbanes-Oxley Act of 2002* y alcanzaron a nuestro país, aunque con diferencias conceptuales ciertamente significativas con respecto a la mencionada *Sarbanes-Oxley*, a través de (a) el Informe Aldama, en el que nos centramos a continuación, y (b) la consiguiente Ley de Transparencia y su normativa de desarrollo, a la que nos referiremos en el apartado 4 siguiente.

Así pues, el 8 de enero de 2003, una nueva Comisión Especial presidida por D. Enrique de Aldama y Miñón, emitió el informe para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas conocido como Informe Aldama cuyo objetivo, según se establece en las Consideraciones Generales del mismo, es proponer «criterios y pautas» en lo que se refiere al gobierno de las sociedades, a su relación con una serie de empresas de servicios profesionales (i.e. auditores, analistas financieros y bancos de inversión y agencias de calificación) y a establecer tales criterios y

pautas con vistas a aumentar «la transparencia y la seguridad en los mercados»; y ello, tras un análisis del estado actual de la aplicación del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas.

El Informe Aldama es un paso más en la senda de la transformación del mercado de capitales español, que continúa la tradición y filosofía del Informe Olivencia, haciendo suyos los principios del imperio de la ley, la autorregulación y la transparencia, respondiendo a la búsqueda del equilibrio entre, por una parte, una regulación orientada a la protección legal de los derechos de propiedad de los accionistas, que constituyen la piedra angular del sistema de mercados de capitales y, por otra parte, la mayor autorregulación posible de las empresas cotizadas a la hora de decidir y aplicar sus estrategias, así como también a la hora de organizar su gobierno corporativo.

De esta forma el Informe Aldama, tomando en consideración el Código Olivencia y las experiencias recogidas de su aplicación, aborda varios de los problemas que ya fueron objeto de análisis en el informe anterior, desarrollando con mayor amplitud determinados principios y criterios e introduciendo algunos conceptos nuevos.

Pero es en el alcance de las recomendaciones del Informe Aldama donde se explicitan dos de los pilares fundamentales sobre los que gira el presente artículo:

(i) El principio de autorregulación, bajo la convicción de que la variedad de problemas que plantea el gobierno corporativo de sociedades de estructura cada vez más compleja y exigencias crecientes de especialización y profesionalización en un entorno competitivo, se aborda mejor desde la flexibilidad de la autorregulación, bajo el principio constitucional de la libertad de empresa, y con la sanción del mercado al régimen de autogobierno elegido por cada sociedad en condiciones de transparencia.

Esta transparencia, y la calidad de la información facilitada se pretende garantizar mediante el principio de «cumplir o explicar». Así pues, 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. No obstante, cuando se aparten de los estándares de mercado, expresados en las propias recomendaciones, deben ofrecer una explicación o motivación

detallada de sus decisiones, para que los mercados puedan valorarlas.

(ii) La conveniencia de un soporte normativo adicional. No obstante la consagración del principio de *comply or explain* al que hacíamos referencia en el párrafo anterior, el Informe Aldama explicita abiertamente la conveniencia de que el principio general de *soft law* se combine, en relación con determinadas recomendaciones, con la aprobación de normas de obligado cumplimiento, destacando expresamente los deberes básicos de información y transparencia en materia de gobierno corporativo, la definición y régimen de los deberes de lealtad y diligencia, especialmente en el ámbito de los conflictos de interés, y la obligación de dotarse de un conjunto de disposiciones en materia de gobierno corporativo.

Y es precisamente este segundo pilar el origen y fundamento de la norma, de carácter imperativo, que se describe en el siguiente apartado del presente artículo.

4 · La Ley de Transparencia

Efectivamente, la Ley de Transparencia consagra normativamente muchas de las recomendaciones del Informe Aldama. De forma muy sucinta, y si bien se aparta de la filosofía y estructura del presente artículo, consideramos oportuno identificar someramente las obligaciones más relevantes que introduce la Ley de Transparencia:

(i) Se adiciona un nuevo Título X titulado «De las sociedades cotizadas» a la Ley del Mercado de Valores, destacando las siguientes obligaciones: (a) comunicar a la propia sociedad y a la C.N.M.V., la celebración, prórroga o modificación de los pactos parasociales, acompañando copia de las cláusulas correspondientes del pacto en cuestión; (b) aprobar un Reglamento de la Junta General y un Reglamento del Consejo de Administración, en los que se regule el funcionamiento y régimen interno de estos órganos; (c) no ejercitar el derecho de voto delegado en relación con aquellas decisiones que pudieran afectar personalmente al administrador; (d) incluir en la memoria de la sociedad información relativa a las operaciones de los administradores, o de personas que actúen por cuenta de éstos, con la propia sociedad cotizada u otra de su grupo, cuando dichas operaciones sean ajenas al tráfico ordinario de la sociedad o no se

hubieran realizado en «condiciones normales de mercado»; (e) publicar anualmente un informe anual de gobierno corporativo; y (f) contar con una página web a través de la cual atender el ejercicio por parte de los accionistas de su derecho de información y difundir la información relevante.

(ii) Se introducen modificaciones a la Ley de Sociedades Anónimas en materia de ejercicio de los derechos de voto e información, así como en relación con los deberes y responsabilidades de los administradores. Salvo que se especifique lo contrario en la propia norma, estas modificaciones se aplican para todo tipo de sociedades anónimas, sean o no cotizadas. Destacamos: (a) el ejercicio del voto y la delegación de éste con ocasión de las Juntas Generales puede realizarse mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejercita su derecho de voto; (b) los accionistas que emitan sus votos a distancia deben ser tenidos en cuenta como presentes a efectos de la constitución de la Junta; (c) la representación debe conferirse por escrito o por medios de comunicación a distancia que cumplan con los requisitos establecidos legalmente, y con carácter especial para cada junta; (d) el derecho de información previo a la celebración de la Junta General puede ejercitarse hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la reunión; (e) respecto al derecho de información durante la Junta General, los administradores pueden facilitar, por escrito, la información solicitada dentro de los siete días siguientes al de terminación de la Junta, siempre y cuando no fuese posible satisfacer el derecho del accionista en ese momento; (f) se enfatiza el contenido del deber de diligencia (incluyendo la obligación de los administradores de informarse sobre la marcha de la sociedad) y se desarrolla el genérico deber de lealtad de los administradores; y (g) se amplía el régimen de responsabilidad para los administradores de una sociedad anónima, extendiéndose a los administradores de hecho.

Así pues, la Ley de Transparencia se distancia en cierta medida y en relación con determinados aspectos del *soft law* para imponer una regulación heterónoma con mandatos cuyo cumplimiento no depende de la libre y voluntaria determinación de la empresa afectada.

En este sentido, y sin perjuicio de haber identificado a la Ley de Transparencia como hito fundamental en materia de gobierno corporativo, debe recordarse que hay otras muchas normas en nuestro régimen jurídico, de carácter obligatorio, que tienen también relevancia en materia de gobierno corporativo tales como: (a) el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas y adquisición de acciones propias; (b) el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios; (c) la Ley 44/2002, de 22 de noviembre (BOE de 23 de noviembre de 2002) de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que regula el Comité de auditoría obligatorio; la independencia de los auditores; la comunicación de la información relevante al mercado; y la adaptación del reglamento interno de conducta; (d) la Orden ECO / 3722 / 2003, de 26 de diciembre, que regula el informe anual de gobierno corporativo; la difusión de hechos relevantes a través de la página web; y el contenido de la página web, así como la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la C.N.M.V., sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, a las que nos referiremos posteriormente; (e) la Ley 62/2003, de 30 de diciembre (BOE de 31 de diciembre de 2003) de Medidas Fiscales, administrativas y de orden social, que regula la aplicación de las normas contables internacionales a las sociedades cotizadas; y, finalmente, (f) otras órdenes y circulares de la C.N.M.V., relacionadas con operaciones vinculadas, modelos de información pública periódica, abuso de mercado, y que no entendemos pertinente reseñar con mayor detalle a los efectos del presente artículo.

De la relación normativa a la que hemos dedicado los párrafos anteriores debemos detenernos, en atención a los objetivos del presente artículo, en la obligación de publicar un Informe Anual de Gobierno Corporativo (en adelante el I.A.G.C.).

Como hemos mencionado, esta obligación se estableció en la Ley de Transparencia. Posteriormente, la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, completó la regulación del contenido y estructura del I.A.G.C. y, finalmente, la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la C.N.M.V., reguló el modelo conforme al que debe elaborarse el I.A.G.C., modelo oficial que es realmente exigente. Asimismo, cabe resaltar que de conformidad con el apdo. *b) bis del artículo*. 100 de la Ley del Mercado de Valores, introducido por la propia Ley de Transparencia, la falta

de elaboración o de publicación del I.A.G.C., o la existencia en dicho informe de omisiones o datos falsos o engañosos, se considera como infracción grave, pudiéndose imponer al infractor una o más de las ciertamente gravosas sanciones previstas en el art. 103 de la Ley del Mercado de Valores (i.e. (a) amonestación pública, con publicación en el Boletín Oficial del Estado; (b) Multa por importe de la mayor de las siguientes cifras: el 2% de los recursos propios o 150.253,03 euros; (c) suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el mercado de valores durante plazo no superior a un año; (d) suspensión de la condición de miembro del mercado secundario durante un plazo no superior a un año; y (e) suspensión por plazo no superior a un año en el ejercicio de todo cargo directivo en la entidad en que haya cometido la infracción)

La imposición a las sociedades cotizadas de esta obligación, que desecha definitivamente la recomendación 23 del Código Olivencia a la que antes hemos hecho referencia, habida cuenta de que la publicación del I.A.G.C. deja de ser una facultad de la sociedad emisora para pasar a ser una obligación en toda regla, ha supuesto un cambio ciertamente significativo en materia de gobierno corporativo.

La consecuencia palpable de esta obligación legal es que a partir del año 2004 el mercado ha estado más y mejor informado, han surgido diversas iniciativas para valorar el buen gobierno de cada sociedad cotizada y ha aumentado la presión social y de mercado para que las recomendaciones se cumplan o para que se justifique razonadamente su inobservancia. Asimismo, la imposición de un modelo obligatorio ha permitido que el mercado reciba información homogénea, simétrica y equitativa de las diversas sociedades cotizadas españolas, con una presentación que resulte comparable y comprensible para todos los inversores (conceptos éstos, que ya se enfatizaban en el Informe Aldama al tratar detalladamente el Principio de Transparencia y el Deber de Informar).

No obstante lo anterior, bien es cierto que siguen existiendo ciertas críticas en la línea del *window dressing* que apuntábamos en el apartado 2 anterior; el mero cumplimiento formal del I.A.G.C., facilitando inclusive gran cantidad de información al mercado, quizá demasiada en algunos casos, no implica necesariamente la calidad de la misma, esto es, información transparente, completa y relevante a efectos de poder entender y analizar las reglas de gobierno corporativo que aplica cada sociedad cotizada.

El I.A.G.C. y sus consecuencias son, a mi entender, como trataremos de justificar en el apartado 5 siguiente de este artículo, uno de los principales motivos para entender el mayor interés que para el sector en general y para las sociedades cotizadas en particular ha generado el P.C.U. frente a sus predecesores (Informes Olivencia y Aldama), abriéndose debates y suscitándose controversias sobre principios, pautas y criterios que en modo alguno son novedades del P.C.U. y que ya estaban «consagrados» en los Informes anteriores o, en su defecto, en recomendaciones internacionales formuladas con posterioridad, y a las que nos referiremos posteriormente.

Finalizaremos también este apartado con una referencia al «Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales» correspondiente al ejercicio 2004, elaborado por la C.N.M.V., que nos permitirá contrastarlo, a efectos de analizar como ha evolucionado el gobierno corporativo en España, con las conclusiones que mencionábamos en el apartado 2 anterior en relación con el informe elaborado por la C.N.M.V. en relación con el ejercicio 2001.

Este informe pone de manifiesto lo siguiente:

(i) respecto a las obligaciones formales, constata que todas las entidades emisoras han remitido los I.A.G.C. en plazo y que, con alguna excepción puntual, han sido aprobados por unanimidad de los miembros de los Consejos de Administración de las compañías del IBEX. Asimismo, menciona que no se han detectado incumplimientos legales (comités de auditoría; reglamentos de junta y consejo; páginas web; pactos parasociales; etc.).

(ii) respecto al principio de «cumplir o explicar», menciona que en general, «las explicaciones sobre el grado de cumplimiento de las reglas de gobierno corporativo reflejan razonablemente los aspectos más relevantes, si bien sería necesario un mayor grado de precisión». También menciona expresamente que «en este sentido, la existencia de un código que refunda y enumere con claridad cada una de las recomendaciones a cumplir contribuirá a mejorar la transparencia y facilitará la evaluación de las prácticas de gobierno corporativo de las empresas por parte del mercado».

(iii) Seguidamente, el informe analiza con relativo detalle aspectos tan relevantes para el buen gobierno de las sociedades como la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas, la

composición del Consejo de Administración, la presencia de consejeros independientes, la evaluación de la independencia, la acumulación de poderes en el Presidente, la Comisión Ejecutiva, el Comité de Auditoría, la Comisión de Nombramientos, los Reglamentos y reuniones de los Órganos de gobierno, los conflictos de intereses, las remuneraciones a consejeros y directivos, las operaciones con partes vinculadas, la auditoría de cuentas, el control de riesgos o la Junta de Accionistas.

La reflexión al respecto es, a mi juicio, la siguiente. Parece que la información accesible al mercado en general y a los accionistas en particular en relación con el gobierno corporativo ha mejorado sustancialmente en los últimos años, tanto en cantidad como en calidad. Esta mejora se debe en parte a que las sociedades cotizadas son cada vez más conscientes de la importancia de esta materia para los mercados a la hora de evaluar a sus compañías y, en consecuencia, han realizado un gran esfuerzo para mejorar sus prestaciones en gobierno corporativo. No obstante, esta mejora también tiene su razón de ser en la imposición de ciertas obligaciones normativas, en particular, a la imposición del ya tantas veces mencionado principio de *complain or explain*, esto es, la obligación de explicitar al mercado en el I.A.G.C. qué recomendaciones se cumplen y cuales no, justificando los motivos por lo que no se considera oportuno, en atención a las características de una determinada sociedad, no cumplir con una determinada recomendación.

No obstante lo anterior, entendemos que esta aparente desviación del *soft law* no debería implicar en ningún caso un alejamiento del principio de autorregulación. El ensalzamiento de la transparencia no debería ir en detrimento de la eficiencia y la competitividad de las empresas y mercados españoles. A este respecto, las sociedades cotizadas españolas deben preguntarse y evaluar detenidamente si esta escalada regulatoria en materia de gobierno corporativo, que alcanzará un nuevo hito con la aprobación definitiva del Código Conthe, ha perjudicado a la sociedad en términos de eficiencia, costes y competitividad o si, por el contrario, ha mejorado su valoración y evaluación por los mercados financieros en general y por sus accionistas e inversores en particular.

5 · El Proyecto de Código Unificado y el Código Conthe

Por fin, nos adentramos en el origen del intenso y, a mi modo de ver, apasionante debate que se ha sus-

citado en materia de gobierno corporativo en los últimos meses en España.

No pretendemos en el presente artículo, como ya hemos mencionado en sucesivas ocasiones, analizar las recomendaciones del P.C.U., ni tan siquiera aquellas que han suscitado mayor debate y controversia, tales como (a) las recomendaciones 1 y 2 en relación con la cotización de las sociedades integradas en grupos; (b) las recomendaciones 16 y 40 en relación con el concepto y peso en la composición del Consejo de Administración de los consejeros independientes; (c) las recomendaciones 49 a 57 en relación con las retribuciones de los consejeros; (d) la recomendación 23 en relación con la figura del Vicepresidente independiente cuando el Presidente del Consejo de Administración sea también el primer ejecutivo de la sociedad; (e) la recomendación complementaria 5 en relación con la coordinación entre pequeños accionistas; o (f) las recomendaciones 19 a 21 sobre la diversidad de género.

Nos centraremos una vez más en los pilares y principios filosóficos que inspiran el Proyecto de Código Unificado, que ya hemos ido apuntando a lo largo del presente artículo y que han suscitado tanto o más debate que las recomendaciones en si mismas.

En primer lugar, debe enfatizarse que el P.C.U. no es más que una armonización y actualización de las recomendaciones del Código Olivencia y el Informe Aldama (en este sentido, la Disposición transitoria primera de la ya mencionada Circular 1/2004, de 17 de marzo, anunciaba la elaboración de un documento único sobre gobierno corporativo con las recomendaciones existentes de acuerdo con el apartado f) del número 1 del art. primero de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre), en la que se han tenido en cuenta las recomendaciones internacionales formuladas con posterioridad, en particular:

- (i) La Recomendación del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea; y,
- (ii) las siguientes recomendaciones y propuestas de la Comisión Europea: (a) Recomendación de 15 de febrero de 2005 (2005/162/EC) sobre consejeros externos y comisiones del Consejo; (b) Recomendación de 14 de diciembre de 2004 (2004/913/EC) sobre retribuciones de consejeros de sociedades cotizadas; y (c) propuesta sobre revitalización de la Junta General de Accionistas.

Así pues, el P.C.U. responde a la necesidad, en aras a la claridad y la congruencia, de armonizar y «codificar» los distintos principios y recomendacio-

nes que se aplican en estos momentos, sin incluir conceptos innovadores o desconocidos en España o en los países de nuestro entorno en materia de gobierno corporativo, tal y como hemos tratado de evidenciar en los apartados anteriores del presente artículo.

Sin embargo, es cierto que el P.C.U. es significativamente más detallado. Éste es uno de los aspectos que ha suscitado controversia, alegándose un excesivo nivel de detalle que podría redundar en una mayor ineficacia y en mayores costes para las sociedades cotizadas llegando a invalidar, aunque sea parcialmente, el principio de «cumplir o explicar», habida cuenta de que el fundamento de la voluntariedad y autorregulación se halla precisamente en la ausencia de excesivo detalle o casuismo. Sin cuestionar necesariamente el principio, se argumenta por los críticos que el hecho de que una entidad se vea obligada a explicar en documentos públicos las razones por las que no cumple una determinada recomendación, con independencia de que el incumplimiento se halle plenamente justificado, genera un riesgo reputacional evidente, debiendo tenerse muy en cuenta que el riesgo reputacional se percibe por administradores y directivos como uno de los principales riesgos a considerar por su impacto en el valor de mercado de las empresas.

En este sentido constatamos que, efectivamente, la prolífica casuística del P.C.U. contrasta no sólo con el Código de Buen Gobierno (contiene 74 recomendaciones, en contraste, por ejemplo, con las 23 del Código Olivencia), sino también con la tendencia general de las normas blandas emitidas en el seno de la Unión Europea (Informe Winter, Comunicación de 21 de mayo de 2003 sobre la Modernización del Derecho de Sociedades, Recomendaciones de la Comisión Europea, etc.) así como en los países con sistemas jurídicos o mercados comparables al nuestro (*Combined Code on Corporate Governance*, Código Alemán de Gobierno Corporativo, el *Dutch Corporate Governance Code*, etc.).

Esta reflexión nos permite introducir de nuevo el tema sobre el que gira el presente artículo, y que ha sido objeto de duras críticas desde distintas ópticas. Nos referimos, como habrá adivinado el lector, al principio de voluntariedad y al *comply or explain*, alegando que el P.C.U. tiene un marcado carácter intervencionista. De entre los distintos argumentos suscitados para criticar el menoscabo del *soft law*, destacaría los siguientes:

(i) Se advierte que el P.C.U. puede poner en riesgo los fundamentos de las recomendaciones,

que deben ser: (a) mejorar el buen gobierno de las sociedades sobre la base de optimizar el funcionamiento de los Consejos en términos no sólo de transparencia, sino también de eficiencia; (b) garantizar la protección del inversor, pero también servir para que los mercados otorguen una mayor confianza a los gestores; (c) no perjudicar la competitividad de las empresas y los mercados españoles, por lo que deben adecuarse a los criterios seguidos por los códigos y recomendaciones internacionales; (d) adaptarse a la realidad de cada compañía, teniendo en cuenta su tamaño, actividad y estructura de su accionariado, lo que exige que la adopción de las mismas sea voluntaria; y (e) respetar la realidad jurídico-normativa y social del entorno en que se aplica, lo que en el caso español se pone de manifiesto en la colegialidad en la toma de decisiones que se impone a los miembros del Consejo de Administración y la facultad de autoorganización que constituye la atribución de un amplio ámbito de autonomía privada a la sociedad cotizada para dotarse de unos órganos de gobierno adaptados a sus particularidades.

(ii) El P.C.U. establece, entre sus Principios Básicos, que «las sociedades cotizadas serán libres para cumplir o no las recomendaciones del Código, pero deberán respetar estrictamente las definiciones y conceptos que contiene. A este respecto, las opiniones críticas destacan que la inclusión de definiciones «no dispositivas» (i.e. definición de consejero independiente, contenido del informe de retribuciones), cuyo cumplimiento no puede ser valorado por la propia sociedad (a) incumple el principio de voluntariedad, restringiendo con ello las facultades de autoorganización de los consejos; (b) introduce una rigidez en las sociedades cotizadas españolas ajena a las recomendaciones formuladas por la Unión Europea o en países comparables; (c) no contribuye a una mayor información al mercado; (d) en algunos casos, atribuye a la C.N.M.V. competencias que no le corresponden conforme a su normativa reguladora (i.e. facultad de la C.N.M.V. de verificar el contenido del Informe Anual de Gobierno Corporativo de conformidad con las citadas definiciones imperativas); y (e) puede dar lugar a valoraciones comparativas incorrectas o a *rankings* imprecisos.

Esta observación, al igual que la mencionada en el apartado (i) anterior, se encuentran recogidas en el Preámbulo de las observaciones elaboradas

a instancia de la sociedad de Bolsas y Mercados Españoles (BME), con la participación de buena parte de las sociedades cotizadas españolas, documento que está disponible en la relación de comentarios publicado en la página web de la C.N.M.V.

(iii) El modelo seguido en los Informes Olivencia y Aldama, así como por la mayoría de países que han promulgado recientemente «normas blandas», era el de comisiones redactoras constituidas eminentemente por expertos independientes de prestigio, que representaban a todos los intereses afectados. En este caso, el Gobierno prefirió una comisión mixta, con cinco miembros representantes de la Administración y cinco expertos del sector privado, encabezada por el Presidente de la C.N.M.V.

A este respecto, por ejemplo, las alegaciones al P.C.U. de los Consultores de Gobierno Corporativo (CGC), también publicadas en la página web de la C.N.M.V., critican que el P.C.U. «haya sido elaborado por una comisión que ha tenido una composición en la que manifiestamente han predominado los representantes del regulador, y de la administración pública, y dentro de ésta no sólo la económica. Por tanto, pudiera considerarse que ya desde su origen el código pierde el carácter de texto emanado de la propia autorregulación de los sujetos que operan en el mercado de valores, perdiéndose con esto gran parte de la fuerza que debiera llevar al cumplimiento voluntario del mismo». En la misma línea, el documento de observaciones al P.C.U. redactado por profesores y alumnos del curso de Doctorado dirigido por el Profesor Doctor Manuel Olivencia Ruiz en la Facultad de Derecho de la Universidad de Sevilla, al que ya nos hemos referido anteriormente, manifiesta que «Esta composición, con una mayoría pública y una minoría privada, de autorizados expertos, pero sin la presencia de empresarios como la que tuvieron las Comisiones precedentes, coloca bajo sospecha la voluntariedad del Proyecto emanado de ese Grupo. La causa no puede ser corregida; pero merece ser señalada para adoptar las medidas compensadoras adecuadas a fin de restablecer la confianza en el carácter voluntario de su Proyecto, [...]».

(iv) Si bien el P.C.U. se presenta como un código ético de asunción voluntaria, el lenguaje utilizado resulta excesivamente duro e imperativo.

En este sentido, el mismo documento de observaciones de la Universidad de Sevilla mencionado anteriormente, indica que «El Proyecto formula las Recomendaciones como si de normas jurídicas se tratase, en tiempo verbal de futuro, propio de las disposiciones legales, [...]. Las Recomendaciones voluntarias no imponen sino que proponen a sus destinatarios la adopción de determinadas medidas. Esta diferencia esencial debe lucir en la redacción literal del texto, como se hizo en el Código Olivencia, con la indicación de que las sociedades destinatarias tomen en consideración unas medidas que, en concreto, se enuncian con una oración subordinada expresada en modo verbal subjuntivo, lo que significa simple posibilidad [...]».

Este lenguaje, probablemente por razones más de forma que de contenido, conjuntamente con alguna de las recomendaciones más controvertidas, ha dado origen a reacciones críticas que entienden que el Proyecto de Código Unificado es «excesivamente intervencionista», o que al mismo subyace una «presunción de mala fe» o, cuando menos, «pone bajo sospecha» la conducta de los accionistas significativos y de los consejeros ejecutivos o dominicales, ensalzando más allá de lo razonable el rol del consejero independiente.

En contrapartida a las críticas anteriores, creo necesario y procedente apuntar a continuación algunas de las causas que se han esgrimido para justificar algunas (no todas) de estas críticas, y que ya hemos insinuado anteriormente:

(i) Las sociedades cotizadas se han dado cuenta de la eficacia del *soft law* y de la necesidad de cumplir con las recomendaciones de buen gobierno. Al igual que ya ocurrió en los países anglosajones, la sociedad, los mercados y los propios medios de comunicación generan una presión de cumplimiento que puede llegar a ser tan fuerte como la impuesta por normas imperativas. Por este motivo, las sociedades cotizadas, conscientes de la importancia del gobierno corporativo y sabedores de que las recomendaciones que finalmente establezca el Código Conthe «deberán» aplicarlas a partir de 2007 (según los Principios Básicos del P.C.U., las sociedades cotizadas tendrán que manifestar por primera vez si cumplen o no las recomendaciones del Código en el primer semestre de 2007, cuando aprueben el I.A.G.C. correspondiente al ejercicio 2006), han analizado el P.C.U. con más medios y mayor interés

que en los casos precedentes, lo que ha originado que se multiplicaran las observaciones y comentarios al mismo.

(ii) Tal y como manifestaba D. Juan Fernández-Armesto, ex-Presidente de la C.N.M.V., en un artículo publicado recientemente y que está disponible en su página web, el Código Conthe ha sabido aprovechar los siete años de experiencia del Código Olivencia y ha entendido que la realidad de las sociedades cotizadas españolas es diferente a la de otros países. En particular, ha identificado perfectamente que el principal problema no es tanto la fiscalización de la gestión de los administradores (como sucede en otros países como EEUU o Inglaterra, que se caracterizan por tener un accionariado amplio y muy disperso y cuyo principal conflicto de intereses es el que enfrenta a directivos con accionistas, en particular, los enriquecimientos no justificados de los directivos a costa de los accionistas) como la protección de los accionistas minoritarios frente al posible abuso de poder de los mayoritarios. Así pues, en España el gran problema del mercado bursátil es la concentración de la propiedad; el gran conflicto no es por tanto entre accionistas y directivos sino entre los accionistas significativos que controlan la sociedad en su propio interés y los accionistas minoritarios.

En este sentido, cabe destacar que según el Informe de Gobierno Corporativo de entidades emisoras correspondiente al ejercicio 2004, elaborado por la C.N.M.V., en un total de 57 sociedades (31%) existe un accionista significativo que ejerce el control, de las cuales diez compañías pertenecen al IBEX. Asimismo, se establece que el 26,2% del capital está en manos de los miembros del Consejo de Administración, el 34,3% en poder de accionistas significativos no consejeros y el 39% corresponde al capital flotante, siendo la autocartera poco significativa.

Sobre la óptica de este entendimiento, el Código Conthe ha diseñado una serie de medidas destinadas precisamente a crear mecanismos de control y a dotar de transparencia a los comportamientos de los accionistas de control. A este respecto, el mencionado artículo de Juan Fernández-Armesto finalizaba mencionando que «gran parte de las críticas que el Código Conthe ha recibido se explican sencillamente porque ha puesto el dedo en la llaga».

Finalmente, y si bien he tratado de ser neutral a lo largo del presente artículo, limitándome a reflejar

los principios reguladores de los Informes Olivencia, Aldama y Conthe entorno a los principios de voluntariedad y de *comply or explain*, así como las opiniones críticas y favorables vertidas por unos y otros en relación con esta materia, me voy a permitir finalizar esta revisión panorámica de los principios inspiradores del gobierno corporativo en España con un elogio al P.C.U., y que no es otro que el procedimiento de consulta pública instaurado y que resaltábamos en la Introducción del presente artículo, ya que le ha permitido tener acceso a múltiples y muy ricas observaciones de las propias sociedades cotizadas, así como de expertos, instituciones y asociaciones con interés en la materia, lo que ha facilitado a la Comisión Especial visiones críticas, sofisticadas y constructivas planteadas desde muy diversas ópticas que le permitirán revisar, como ya ha puesto de manifiesto el propio Presidente de la C.N.M.V., aquellos aspectos del Proyecto de Código Unificado susceptibles de mejora.

Por todo ello, esperamos que la versión definitiva del Código Conthe contribuya positivamente a que el mercado español y las sociedades cotizadas españolas estén a la vanguardia en materia de gobierno corporativo.

JUAN VELAYOS LLUIS (*)

PORTUGAL

DO CONTRATO DE TRABALHO COM TRABALHADOR ESTRANGEIRO – ALGUMAS NOTAS

Introdução

Nos últimos vinte e cinco anos, a comunidade imigrante em Portugal sofreu um aumento significativo. De 50.000 estrangeiros residentes legalmente em 1980, a comunidade estrangeira em Portugal passou, uma década depois, para as 107.767 pessoas. Após a entrada em vigor do Acordo de Schengen, em 1995, e as alterações daí resultantes, os números da imigração sofreram um crescimento contínuo e exponencial em todos os países signatários, tendo Portugal, em 2000, registado um

* Abogado del Departamento de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Barcelona).