

INFORME DE LA COMISIÓN ESPECIAL  
PARA EL FOMENTO DE LA  
TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS  
MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES  
COTIZADAS

8 de enero de 2003

**MIEMBROS DE LA COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y LA  
SEGURIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS  
Y LAS SOCIEDADES COTIZADAS**

Presidente: D. Enrique de Aldama y Miñón

Vicepresidente: D. Carlos Bustelo García del Real

Vocales:

- D. Juan Iranzo Martín
- D. Jordi Canals Margalef
- D. Federico Durán López
- D. Víctor Pérez Díaz
- D. Carlos Pérez de Bricio Olariaga
- D. Cándido Paz-Ares Rodríguez
- D. Antonio Zoido Martínez
- D. Antonio Hernández-Gil Álvarez-Cienfuegos
- D. Miquel Roca Junyent
- D. Alejandro Fernández de Araoz y Marañón
- D. Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano
- D. Fernando Sánchez Calero

Secretario: D. José María Garrido Garcia.

## INDICE

### I.- CONSIDERACIONES GENERALES.

|  |    |
|--|----|
| <b>1. El mandato de la Comisión.</b> .....   | 6  |
| <b>2. Diagnóstico general de la situación.</b> .....                                 | 7  |
| <b>3. La tradición española y el Código Olivencia.</b> .....                         | 8  |
| <b>4. El Código Olivencia cuatro años después y el papel de esta Comisión.</b> ..... | 10 |
| <b>5. Destinatarios de este informe.</b> .....                                       | 11 |
| <b>6. Contenido y estructura del informe.</b> .....                                  | 12 |

### II.- EL PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA Y EL DEBER DE INFORMAR.

|  |    |
|--|----|
| <b>1. La transparencia.</b> .....  | 13 |
| 1. 1. Información completa.  |    |
| 1. 2. Información correcta.  |    |
| 1. 3. Información equitativa, simétrica y en tiempo útil.  |    |
| <b>2. El deber de información.</b> .....   | 16 |
| 2.1. Contenido de la información que han de hacer pública las sociedades<br>cotizadas sobre su estructura de gobierno. |    |
| 2. 2. Los instrumentos de información sobre gobierno corporativo.  |    |
| 2. 3. Garantías de la calidad de la información: el principio “cumplir o explicar”.                                    |    |

### III.- EL PRINCIPIO DE SEGURIDAD Y EL DEBER DE LEALTAD. LAS RESPONSABILIDADES DE LOS ADMINISTRADORES.

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. La seguridad.....</b>   | <b>21</b> |
| <b>2. La responsabilidad de los administradores:<br/>deberes de lealtad y diligencia.....</b> | <b>22</b> |
| 2. 1. <i>El deber de lealtad en los conflictos de intereses.</i>                              |           |
| 2. 2. <i>Especificación de los deberes de lealtad.</i>  |           |
| 2. 3. <i>La extensión subjetiva de los deberes de lealtad.</i>                                |           |
| 2. 4. <i>Los deberes de diligencia.</i>   |           |
| <b>3. El marco ético del gobierno corporativo.....</b>  | <b>26</b> |

#### **IV.- LOS ORGANOS DE GOBIERNO.**

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. La Junta General de Accionistas.....</b>   | <b>29</b> |
| 1. 1. <i>Información al accionista con ocasión de las Juntas Generales.</i>  |           |
| 1. 2. <i>Información sobre los criterios de gobierno corporativo y su observancia.</i>   |           |
| 1. 3. <i>Reglamento de la Junta General.</i>   |           |
| 1. 4. <i>Convocatoria, orden del día, propuestas de acuerdos e información a disposición<br/>del accionista durante el período de preparación de la Junta.</i> |           |
| 1. 5. <i>Celebración y desarrollo de la Junta.</i>   |           |
| 1. 6. <i>Otras medidas.</i>  |           |
| <b>2. El Consejo de Administración.....</b>  | <b>32</b> |
| 2. 1. <i>Los consejeros.</i>   |           |
| 2. 2. <i>Inamovilidad de los consejeros externos.</i>  |           |
| 2. 3. <i>La edad de los consejeros.</i>  |           |
| <b>3. Composición del Consejo de Administración.....</b>   | <b>36</b> |
| <b>4. El Presidente del Consejo de Administración.....</b>   | <b>36</b> |
| <b>5. Comisiones del Consejo de Administración.....</b>  | <b>37</b> |
| 5. 1. <i>La Comisión Ejecutiva o Delegada.</i>   |           |
| 5. 2. <i>La Comisión de Auditoría y Control.</i>   |           |
| 5. 3. <i>La Comisión de Nombramientos y Retribuciones.</i>   |           |
| 5. 4. <i>La Comisión de Estrategia e Inversiones.</i>  |           |
| <b>6. La remuneración del Consejo y de la alta dirección.....</b>  | <b>39</b> |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>7. La formulación de las cuentas anuales y de los estados financieros semestrales y trimestrales.....</b> | <b>41</b> |
| <b>8. El cumplimiento de los criterios de gobierno corporativo. Reglamento del Consejo.....</b>              | <b>42</b> |

**V.- LOS PRESTADORES DE SERVICIOS PROFESIONALES.**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. Auditores. ....</b>                                   | <b>43</b> |
| <b>2. Analistas financieros y bancos de inversión. ....</b> | <b>43</b> |
| <b>3. Agencias de calificación.....</b>                     | <b>45</b> |

**VI.- ALCANCE DE LAS PRESENTES RECOMENDACIONES.**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. El principio de la autorregulación. ....</b>                | <b>47</b> |
| <b>2. La conveniencia de un soporte normativo adicional. ....</b> | <b>48</b> |

## **I.- CONSIDERACIONES GENERALES.**

### **1. El mandato de esta Comisión.**

El Consejo de Ministros, en su reunión del 19 de julio de 2002, adoptó un acuerdo cuya parte dispositiva dice así:

“Se constituye una Comisión Especial de carácter técnico para el estudio de los criterios y pautas a que deben someterse las sociedades emisoras de valores e instrumentos admitidos a negociación en los mercados organizados, en sus relaciones con los consultores, analistas financieros y las demás empresas, personas y entidades que las asisten o prestan sus servicios profesionales, así como las que han de regir entre estas últimas, con la finalidad de aumentar la transparencia y la seguridad en los mercados financieros, a la luz de los cambios estructurales, la actual economía globalizada y las tendencias de los mercados internacionales. Además, esta Comisión analizará el estado actual de situación y grado de asunción del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.”

Esta Comisión entiende que este mandato le obliga a estudiar y 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, y a establecer tales criterios y pautas con vistas a aumentar “la transparencia y la seguridad en los mercados”; y ello, después de analizar el estado actual de la aplicación del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas.

Para realizar su misión la Comisión se ha reunido con frecuencia; ha trabajado, primero, en comisiones y, luego, en sesiones plenarias; ha requerido amplia información entre las sociedades que cotizan en bolsa y los prestadores de servicios profesionales, y ha puesto a disposición del público una dirección de correo electrónico a la que enviar sugerencias y observaciones.

Como resultado de ello, ha elaborado el presente Informe, que comienza con estas consideraciones generales, continúa con una reflexión sobre los criterios de transparencia y seguridad de los mercados, y llega a una serie de recomendaciones relativas tanto a la relación de las sociedades cotizadas con las empresas de servicios profesionales antes mencionadas

como al mejor gobierno de aquellas sociedades, de acuerdo con el mandato recibido. La Comisión está de acuerdo sobre el conjunto del documento que se presenta como Informe, aunque no refleje el contenido de la opinión individual de cada uno de sus miembros sobre cada uno de los puntos tratados.

## **2. Diagnóstico general de la situación.**

Como es bien sabido, las economías de mercado contemporáneas se encuentran insertas en un proceso acelerado de globalización, uno de cuyos elementos es la integración de sus mercados de capitales. Semejante proceso de integración ha provocado fuertes presiones a favor de una cierta convergencia de los modelos institucionales de los mercados de capitales de los países más avanzados, según la cual el sistema centrado sobre todo en los bancos e instituciones financieras similares, como ha sido tradicional en las economías europeas continentales, está siendo desplazado por otro sistema centrado principalmente en las bolsas de valores, al modo tradicional en las economías de mercado de tipo anglosajón. En estas presiones concurren tanto la necesidad de acceso a mayores fondos de capital, como las posibilidades de una comunicación global en tiempo real, facilitada por los cambios en las tecnologías de la información, así como los efectos de un proceso complejo de difusión cultural.

Suele entenderse que el correcto funcionamiento de un mercado de capitales como el actual, de alcance mundial, y que atrae un volumen de capitales creciente y de las más variadas procedencias, en condiciones de gran incertidumbre, exige la aplicación de una filosofía coherente de regulación o coordinación de la economía en torno a tres criterios o principios: el de la vigencia efectiva del imperio de la ley, el de la autorregulación de los mercados, en el mayor grado posible, y el de la máxima transparencia.

Sin una aplicación efectiva del imperio de la ley, mediante la intervención pronta y competente de instrumentos institucionales de seguimiento, resolución de conflictos y aplicación de la justicia, el sistema pierde seguridad y legitimidad a los ojos de amplias capas de la sociedad. Sin aplicar el mayor grado posible de autorregulación de los mercados, los países avanzados abandonarían la senda de un modo de coordinación liberal de sus economías. Sin poner especial atención en el principio de la transparencia, es decir, en fomentar la difusión de una información lo más amplia y fiable posible, la autorregulación de los mercados y la corrección de sus imperfecciones –por otra parte, lógicas e inevitables- se llevarían a cabo con mucho mayores costes y turbulencias de los necesarios.

Las recientes dificultades que se han podido observar en los mercados de capitales tienen que ver con varios factores. Para empezar, en buena medida, estas dificultades responden al proceso de aprendizaje colectivo que acompaña al proceso de cambio del marco institucional de los

mercados de capitales hacia sistemas centrados en las bolsas de valores. En relación con ese aprendizaje se ha observado, en los Estados Unidos y en otros países, el efecto de factores diversos, entre los cuales se cuentan el funcionamiento parcialmente defectuoso de los mercados de control corporativo, los errores estratégicos de las empresas que han aumentado exageradamente su nivel de endeudamiento o infravalorado los riesgos de sus operaciones, y las actuaciones inapropiadas de determinadas empresas, incluidas prácticas contables que han distorsionado, a veces gravemente, la percepción de la situación, sin olvidar la responsabilidad de las propias autoridades reguladoras que han podido generar marcos de incentivos equivocados para los agentes económicos.

Además, hay que tener en cuenta que, a veces, la percepción social de las turbulencias de los mercados, y la sensación de inquietud, o incluso de alarma, ante determinados escándalos, pueden ser amplificadas como consecuencia de factores tales como la resonancia que tales hechos tienen en los medios de comunicación, a veces cargada de dramatismo -lo que no debe ser óbice para reconocer el papel clave de los medios en general a la hora de informar al público sobre tales asuntos-, el posible exceso en la reacción a los problemas con un incremento de la regulación y de la intervención estatal; y la comprensible aprensión de un público de familias cada vez más involucradas en los mercados de capitales ante las fases bajas de los ciclos económicos, un público carente con frecuencia de juicio propio en la materia, que ha recibido mensajes de un optimismo excesivo durante mucho tiempo.

Aunque todas estas dificultades y estas circunstancias son importantes, y requieren cuidadosa atención, vistas con perspectiva, no ponen en cuestión los fundamentos del sistema de economía de mercado, ni la orientación general de las economías avanzadas hacia sistemas centrados en las bolsas de valores. En consecuencia, las dificultades de estos años no sólo no cuestionan los principios del imperio de la ley, la autorregulación y la transparencia, sino que su solución puede y debe acometerse de acuerdo con esos mismos criterios.

### **3. La tradición española y el Código Olivencia.**

España ha participado del proceso de transición ya mencionado hacia un sistema centrado en las bolsas de valores, con especial intensidad en los últimos años. Sin embargo este proceso es lento y complejo y su culminación depende de cambios en las pautas de conducta, en los modos de percepción, y en los marcos de incentivos, que no pueden realizarse meramente mediante una intervención legislativa o el establecimiento de un código de conducta.

Hay que tener en cuenta, además, el punto de partida de nuestro país, compartido con otros muchos países de nuestro entorno: la existencia de una larga tradición de coordinación



económica estatista y reglamentista, y de un mercado de capitales centrado en torno a los bancos e instituciones financieras, con una frecuencia alta de participaciones accionariales cruzadas, capital social concentrado y núcleos estables, y unos gestores habituados a relaciones de proximidad con los poderes públicos, y relativamente poco controlados por su Consejo de Administración y, mucho menos aún, por su Junta de accionistas.

Este orden de cosas ha sido sometido a un proceso de crecimiento muy intenso de la actividad financiera, caracterizado por el recurso a las bolsas de valores por parte de unas grandes empresas empeñadas en procesos de expansión y de consolidación, de empresas medianas y pequeñas que daban el salto de una empresa familiar tradicional a una empresa moderna y de mayores ambiciones, y de un ahorro familiar de volumen creciente que se aventuraba, muchas veces por primera vez, en este terreno. Hay que recordar que la estructura de los activos financieros de las familias españolas ha experimentado un cambio sustancial en la última década. A finales de 2001, cerca del 60 por ciento de esos activos estaba formado por productos financieros relacionados directa o indirectamente con el mercado bursátil (acciones, bonos, fondos de inversión, fondos de pensiones y seguros), frente al 37 por ciento en 1995 y el 23 por ciento en 1985. De hecho, a fines de 2002, el 28 por ciento de la capitalización de la Bolsa de Madrid, por ejemplo, estaba en manos de las familias: un porcentaje superior al existente en la mayoría de las bolsas europeas.

En estas circunstancias, de un cambio rápido contra el telón de fondo de una tradición propia de una época anterior, no puede extrañar que el tránsito a un sistema basado en las bolsas de valores y en el protagonismo relativo de los accionistas resulte complicado y titubeante. Tampoco puede extrañar que, por ello, el intento de llevarlo a cabo se haya traducido, de hecho, todavía, en el mantenimiento *de facto* de la pauta de un control débil de los gestores por parte de Consejos y Juntas, de una retórica de creación de valor para el accionista -entendido como sinónimo de la cotización bursátil del momento-, de la adopción de códigos de gobierno a veces simplemente *pro forma*, de la difusión de una figura de consejero independiente todavía sin asentarse en la práctica, o de un primer movimiento a favor de un aumento importante de las remuneraciones de los directivos y cierta resistencia a la publicidad de esas retribuciones. Todos ellos son signos de una fase relativamente inicial de la transición, en la que los cambios culturales e institucionales han quedado, quizá, esbozados y enunciados, pero todavía no se han realizado plenamente.

En este proceso de transición se sitúa la actuación de la Comisión Olivencia. Como es sabido, esta Comisión fue creada por el Gobierno español en 1997, y elaboró un Informe, hecho público en febrero de 1998, sobre el proceso en curso por el cual, fundamentalmente, la Comisión preveía como probable y deseable la incorporación de buena parte de la tradición anglosajona de las prácticas de buen gobierno a las empresas cotizadas y los mercados de capitales en

España; y, en congruencia con ello, partió de una consideración del gobierno de la empresa que enfatizaba la responsabilidad de la dirección y de los Consejos de Administración ante los accionistas de la sociedad.

El Informe de la Comisión Olivencia abocó a una serie de recomendaciones, precisas y ponderadas, que constituyen un Código de Buen Gobierno, de adopción voluntaria por parte de unas empresas que se deberían comprometer bien a cumplir el código, bien a explicar por qué no lo hacen, en la expectativa de que los mercados, a los que llegará esta información, probablemente recompensen las prácticas de buen gobierno y sancionen negativamente su incumplimiento, salvo que las razones de la empresa para no cumplirlo les parezcan persuasivas, o salvo que den más importancia a la eficacia de los resultados económicos de la sociedad que a sus prácticas de gobierno. Con todo ello, la Comisión Olivencia hacía suya una orientación que respondía justamente a los criterios de imperio de la ley, autorregulación y transparencia de la gestión a los que se ha hecho referencia.

#### **4. El Código Olivencia cuatro años después y el papel de esta Comisión.**

El Informe Olivencia y su Código de Buen Gobierno han sido objeto de la atención y el comentario de un segmento estratégico pero restringido de la población. Al cabo de cuatro años no se sabe con precisión hasta qué punto ha sido efectivamente aplicado, aunque sí se dispone de una evidencia parcial interesante sobre la cuestión. La CNMV ha dado a conocer las respuestas de lo que dicen las empresas cotizadas acerca de su cumplimiento del código, pero se trata de una información agregada y sin contrastar.

Una segunda Comisión Olivencia, establecida precisamente para seguir el cumplimiento del Código, promovió dos encuestas, realizadas en el año 2000, a una muestra estratégica de unos 200 expertos y a una muestra representativa de 800 accionistas, respectivamente. Los resultados demuestran que si bien los expertos conocen el Informe y el Código Olivencia, y lo estiman positivamente, los accionistas apenas lo conocen. Unos y otros parecen suscribir la filosofía de la voluntariedad del Código y la autorregulación por los mercados, que es característica del Informe.

Sin embargo, merece resaltarse el hecho de que, según estas encuestas, la opinión mayoritaria de expertos y accionistas es que, en la práctica, la información proporcionada por las sociedades cotizadas a los mercados y a sus accionistas es muy insuficiente, lo que se aplica en particular a la información proporcionada con ocasión de las Juntas de accionistas. Ambos grupos, expertos y accionistas, dan por supuesto que, al amparo de esta falta de transparencia, se dan conflictos de intereses y el uso de información privilegiada por parte de directivos y consejeros, en

detrimento de la sociedad. Ven con cierto interés la figura del consejero independiente, pero dudan de que, en realidad, tales consejeros sean realmente independientes; una duda que, probablemente, refleja la escasa experiencia real acumulada sobre este particular en el mundo de los negocios y en la sociedad en España.

En estas circunstancias, y a la vista de esta información fragmentaria sobre la realidad del gobierno de las sociedades cotizadas, el paso siguiente ha sido y es el dado por esta Comisión, en aplicación del mandato mencionado en el punto de partida de este Informe.

Se trata de un paso más a lo largo de la senda de la transformación del mercado de capitales español, que continúa la tradición del Informe Olivencia, puesto que hace suyo lo fundamental de la filosofía del imperio de la ley, la autorregulación y la transparencia. También 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.

## **5. Destinatarios de este Informe.**

Las reflexiones y recomendaciones de este Informe van dirigidas, ante todo, a las propias sociedades y a los partícipes en los mercados de capitales, sin perjuicio, naturalmente, del uso que de ellas hicieran o estimaran necesario hacer los poderes públicos, así como de la contribución que aquellas reflexiones puedan suponer al debate público y a la deliberación de la sociedad en general sobre tales asuntos.

En concreto, el Informe toma como punto central de referencia las sociedades cotizadas, que se encuentran en el núcleo de los mercados de capitales y de la captación de recursos financieros del público, pero sus recomendaciones pudieran extenderse también a todas aquellas sociedades que acuden al mercado primario de valores (mercado de emisiones) con el objetivo de colocar sus valores al público, con independencia de que los valores no coticen posteriormente en un mercado secundario.

Asimismo, el Informe contempla, aunque sea de forma lateral, la relación de determinados operadores y sujetos especializados con las sociedades cotizadas, y a ellos van destinadas también, por tanto, algunas de sus recomendaciones.

## **6.- Contenido y estructura del Informe.**

Tomando en consideración el Informe de la Comisión Olivencia, las experiencias recogidas de su aplicación y los retos que hoy se plantean, este informe aborda varios de los problemas que fueron objeto del Informe anterior, y algunos otros nuevos. Asimismo, este Informe responde a una orientación de regulación de los mercados de capitales que es coherente con el Informe anterior, mientras que, al tiempo, desarrolla con mayor amplitud determinados principios y criterios.

Este Informe responde a la búsqueda de un equilibrio entre, por una parte, una regulación orientada a la protección legal de los derechos de propiedad de los accionistas, que constituyen, en último término, la piedra angular del sistema de los mercados de capitales, y, por otra parte, la mayor autorregulación posible de las empresas cotizadas. Puede decirse que esta 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, a los que este Informe dedica gran parte de su atención, así como el tratamiento que hace tanto del funcionamiento de los órganos del gobierno corporativo como de las relaciones con empresas de servicios y asesoramiento.

Entre los problemas tratados en este informe cabe mencionar los relativos a la especificación de los deberes de lealtad y diligencia, la definición de los conflictos de interés, el funcionamiento de los consejos de administración y la Junta General de accionistas, así como la relación entre las empresas cotizadas y otras empresas con las que mantienen relaciones comerciales o de servicios de asesoramiento.

En consecuencia, el Informe se ha estructurado de la forma siguiente. Las secciones II y III se dedicarán al análisis de los problemas relativos a la aplicación de los principios de transparencia y del deber de lealtad. A continuación, la sección IV tratará sobre “Los órganos de gobierno”, y la sección V, sobre “Los prestadores de servicios profesionales “. Finalmente, la sección VI contiene un conjunto de reflexiones acerca del alcance y la aplicación de las recomendaciones propuestas.

## **II.- EL PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA Y EL DEBER DE INFORMAR.**

### **1.- La transparencia.**

En los mercados financieros, la información es la piedra angular sobre la que descansa todo el sistema para que los precios se formen adecuadamente y se pueda tutelar la posición de quienes en ellos actúan. Por eso, la regulación de los mercados financieros y de sus agentes debe asegurar la correcta y necesaria transmisión de información de modo que cuantos participan en los mismos puedan formarse juicios fundados y razonables para sus decisiones de inversión o de desinversión, erigiéndose en principio fundamental el de la transparencia, por el cual:

*Se transmite al mercado toda la información relevante para los inversores.*

*La información que se transmite es correcta y veraz.*

*La información se transmite de forma simétrica y equitativa.*

*La información se transmite en tiempo útil.*

Cuando estas condiciones se cumplen, los participantes en el mercado pueden juzgar correctamente a las sociedades cotizadas, y tomar las decisiones oportunas, asumiendo los riesgos inherentes al mercado.

Se impone, por ello, examinar el régimen de transparencia de los mercados financieros y de las sociedades cotizadas al efecto de corregir las posibles carencias que puedan manifestarse en el análisis de la situación actual. La Comisión considera que nuestro sistema de transparencia está esencialmente orientado a la información cuantitativa (económica y contable) y a la de impacto más inmediato (hechos relevantes), pero que todavía ha de desarrollarse más en relación a la información cualitativa y, específicamente, en materia de gobierno corporativo.

La recomendación en este punto es que se extiendan los deberes de información sobre las estructuras y prácticas de gobierno de cada sociedad y, en general, que se adopten medidas para asegurar la mayor calidad de la información. El establecimiento de obligaciones de transparencia constituye una medida especialmente adecuada porque (i) proporciona información sobre una dimensión de la empresa que cada vez resulta de mayor importancia para su evaluación y, consiguientemente, para adoptar decisiones de inversión; (ii) facilita que las fuerzas del mercado desplieguen su fuerza disciplinar, lo que a su vez crea incentivos para que la autorregulación no se use para preservar intereses creados sino para incrementar la

eficiencia de la organización, y (iii) constituye, en definitiva, una medida poco agresiva o intervencionista, capaz de sustituir con ventaja otras disposiciones limitativas de la libertad de organización. En este sentido, la Comisión ve las obligaciones de transparencia como una pieza complementaria de la autorregulación facilitando las condiciones que permiten dejar muchas otras cuestiones al ámbito de la autonomía privada con mayor flexibilidad y adaptabilidad.

#### *1. 1. Información completa.*

El desarrollo de los mercados y de las sociedades hacen que hoy en día los inversores necesiten una mayor cantidad y calidad de información para poder formarse una “imagen fiel” de una sociedad cotizada. No basta, como se dirá inmediatamente, que se tenga acceso a la información contable de la sociedad; es preciso, igualmente, tener acceso a datos que en los mercados actuales tienen una relevancia cada vez mayor y entre los cuales destacan todos aquellos referidos al gobierno de las sociedades. Con independencia del equilibrio entre mecanismos de regulación y de autorregulación de las sociedades cotizadas, los inversores tienen derecho a conocer los datos clave relativos a los procesos de toma de decisiones en las sociedades cotizadas y todos los demás que revelen aspectos importantes del gobierno societario.

#### *1. 2. Información correcta.*

De nada sirve que la información sea completa si no es posible garantizar que sea también correcta. Los procedimientos que garanticen su corrección deben extenderse a cualesquiera aspectos de la información que han de suministrar las sociedades cotizadas y, de modo especial, a la relativa al gobierno societario, dado que, como se ha expresado anteriormente, se ha convertido también en información relevante para los inversores, así como a la información contable.

La experiencia reciente de los Estados Unidos ha demostrado que la contabilidad, el lenguaje financiero de las empresas, ha de servir para trasladar una información correcta al mercado, y no para ocultar o distorsionar esa información.

En relación con la importante tarea de elaborar un cuerpo básico de normas contables que puedan ser aceptadas en los mercados financieros internacionales, la Comisión quiere destacar el meritorio esfuerzo de armonización internacional que se está llevando a cabo en la Unión Europea, que ha hecho posible la reciente aprobación del Reglamento Europeo sobre Normas Internacionales de Contabilidad, que será aplicable a partir de 2005. La Comisión opina, sin embargo, que los principios tradicionales de contabilidad basados en la prudencia valorativa no deberían ser abandonados a favor de unos valores de mercado o valores razonables, resultado siempre de apreciaciones subjetivas y sometidos a fuertes oscilaciones. Los acontecimientos que

se han producido en los Estados Unidos demuestran que los estados financieros elaborados de acuerdo con los nuevos criterios pueden dejar de ser guías de acción eficaces para los gestores e indicadores fiables para los inversores.

La Comisión basa su preocupación en el hecho probado de que las empresas europeas se han mantenido en gran medida ajenas a los problemas financieros norteamericanos precisamente por no haber adoptado los nuevos principios contables que ahora se van imponiendo también en la Unión Europea. Por otra parte, la volatilidad propia de los valores de mercado, o valores razonables, puede ser incompatible con la seguridad, claridad y confianza que los balances empresariales deben suministrar a los mercados. Finalmente, las normas de contabilidad vigentes, a través de las oportunas notas adicionales a la memoria anual de la empresa, ya permiten que se informe a los accionistas de cuál sería el valor de mercado de los activos más importantes en una determinada fecha. Estas prácticas no deben erosionar el principio tradicional de prudencia que exige toda valoración contable.

Es oportuno reflexionar sobre la conveniencia de extender la garantía de corrección a cualesquiera otros aspectos de la información que han de suministrar las sociedades cotizadas y, de modo especial, a la relativa al gobierno societario, dado que, como se ha expresado anteriormente, se ha convertido también en información relevante para los inversores.

### *1. 3. Información equitativa, simétrica y en tiempo útil.*

Finalmente, la información ha de ser transmitida al mercado de forma equitativa y simétrica: todos los partícipes del mercado deben tener acceso a una información sustancialmente igual en un mismo horizonte temporal, por lo que las sociedades deben trasladar a los accionistas e inversores, en general, el contenido de las presentaciones facilitadas a bancos de inversión, analistas, agencias de calificación, accionistas significativos y a todos los depositarios de información sensible a partir del momento en que esta información sea conocida por la sociedad.

El momento en que se transmite la información al mercado tiene también la mayor relevancia. De nada sirve una información correcta, equitativa y simétrica si no se transmite en el momento en que esa información es conocida por la propia sociedad.

Las modificaciones incluidas en la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (Ley 44/2002, de 22 de noviembre) apuntan a un régimen cada vez más exigente en materia de comunicación de la información relevante al mercado (artículo 37 y siguientes). Sería recomendable extender ese régimen a las informaciones relativas al buen gobierno, y las exigencias de tratamiento equitativo en la distribución de la información han de predicarse

también respecto de los demás sujetos que, interviniendo en el mercado, se relacionan con las sociedades.

## **2.- El deber de información.**

En relación con cuanto se ha expuesto, es necesario que las empresas reconozcan y observen los mencionados deberes de transparencia: la transmisión de información al mercado no puede ser meramente voluntaria, independientemente de la naturaleza vinculante o no de las reglas o criterios de buen gobierno societario. Y respecto de estas reglas o criterios ha de exigirse que, como mínimo, las sociedades transmitan al mercado la información sobre cuáles adoptan y cuál es su grado de observancia en cada caso, para que los inversores puedan formarse un juicio correcto sobre esas sociedades. El cumplimiento de estos deberes de las sociedades cotizadas corresponde a sus gestores, bajo el control y responsabilidad última del Consejo y sus órganos delegados o especializados.

### *2. 1.- Contenido de la información que han de hacer pública las sociedades cotizadas sobre su estructura de gobierno.*

De acuerdo con lo anteriormente dicho, la Comisión recomienda el establecimiento de deberes de transparencia sobre los siguientes aspectos de su estructura y prácticas de gobierno:

- a) *Estructura de propiedad de la sociedad.-* La información relativa a este extremo debería exceder del actual régimen de publicidad de las participaciones significativas para ofrecer una imagen fiel y actualizada de los poderes que controlan las sociedades, haciendo pública la estructura de su capital y, dentro de él, indicar los porcentajes de participación y las relaciones de índole familiar, comercial, contractual o societaria que existan. La Comisión entiende que es de suma importancia que los mercados estén al corriente de los pactos parasociales y de la estructura de control de las sociedades o grupos de sociedades que participan en el capital de la sociedad y en el de sus filiales, sobre todo cuando en ellas participen también los accionistas de referencia, así como de la representación -directa o indirecta- que tienen en el Consejo estas sociedades, y de las medidas de blindaje de cualquier clase que puedan existir en la sociedad.
- b) *Estructura de la administración de la sociedad.-* Los mercados deben conocer asimismo la composición, reglas de organización y funcionamiento del Consejo de Administración y de sus Comisiones; la identidad, trayectoria, participación en el capital y remuneración de sus miembros, las funciones y cargos de cada consejero dentro de la sociedad, las relaciones entre éstos y los accionistas de referencia, los consejeros cruzados o vinculados y los procedimientos de selección, remoción o reelección. La información no ha de



limitarse a los aspectos formales, sino que debe completarse con la explicación y evaluación de las prácticas seguidas.

- c) *Operaciones vinculadas y operaciones intragrupo.*- La Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, de 22 de noviembre de 2002, ha dado un paso muy importante al establecer el deber de informar sobre las operaciones de la sociedad con sus accionistas de referencia y sus administradores y altos directivos (artículo 37 de la Ley 44/2002). Asimismo debe informarse de las operaciones con las sociedades filiales y, en general, de aquellos extremos que puedan ser relevantes para enjuiciar el grado de efectividad y observancia de los deberes de lealtad a que se refiere la sección III de este Informe.
- d) *Sistemas de control del riesgo.*- Se trata de hacer públicos los dispositivos de control establecidos para evaluar, mitigar o reducir los principales riesgos de la sociedad.
- e) *Funcionamiento de la Junta General.*- La información pública ha de extenderse también a las reglas de funcionamiento de la Junta General y a los cauces de relación que tenga abiertos la sociedad con sus accionistas. También en este plano resulta de suma importancia que se justifiquen las políticas seguidas por la sociedad en materias tales como las delegaciones de voto, se dé cuenta de los problemas con que se encuentra la Junta y se ofrezcan datos sobre el desarrollo de sus reuniones (asistencia directa, informaciones, preguntas, quejas), evaluándose su cometido y aportación.

## 2. 2.- *Los instrumentos de información sobre gobierno corporativo.*

Los cauces para hacer efectiva la transparencia sobre los puntos anteriores pueden ser muy variados, desde notas de prensa hasta comunicaciones regladas a las autoridades supervisoras (participaciones significativas, hechos relevantes, memorias o informes de gestión y específicos sobre gobierno corporativo, etc.). Ello no debe obstar a que se dé una información unitaria y ordenada sobre el gobierno corporativo.

A tal efecto, la Comisión recomienda, en primer lugar, que el conjunto de disposiciones sobre gobierno corporativo de cada sociedad (principios de actuación de los administradores, especificación de sus deberes, funciones e incompatibilidades, reglas de funcionamiento del Consejo de Administración o de la Junta General) se refundan en un texto único que se publique para su conocimiento general por accionistas e inversores. En cualquier caso, toda la información relevante sobre esta materia se debería consolidar periódicamente en un documento especial al que podría denominarse “informe anual de gobierno corporativo”, y actualizarse mediante las tecnologías de *Internet* para facilitar la difusión de esa misma

información y toda aquella otra que sea relevante para que el mercado pueda evaluar las pautas y prácticas de cada sociedad sobre gobierno corporativo.

*a) El informe anual de gobierno corporativo.*

Sería de la máxima importancia que el Consejo -previo informe de la Comisión de Auditoría y Control o, en su caso, de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones- elaborase un informe anual sobre la estructura y prácticas de gobierno corporativo de la sociedad en donde se expongan ordenadamente los extremos a que se ha hecho referencia en el apartado 2.1 precedente. La estructura de este informe -como la de las cuentas anuales- podría ser objeto de alguna forma de regulación para que su presentación sobre bases homogéneas facilite a los inversores su evaluación y seguimiento.

*b) La página web de la sociedad.*

Para el cumplimiento del deber de información se deben utilizar adecuadamente y de forma regular los mecanismos que la sociedad de la información pone a disposición de las empresas, es decir, los medios electrónicos de comunicación a través de *Internet*. Este instrumento debería sustituir progresiva y eficazmente a mecanismos más tradicionales de información y, por otra parte, facilitar que ésta fuera más extensa y eficaz.

Las empresas que cotizan en bolsa deben tener una *página web* a través de la cual puedan tanto informar a sus accionistas, inversores y al mercado en general de los hechos económicos y de todos aquellos de carácter significativo que se produzcan en relación con la sociedad, como facilitar la participación de los accionistas en el ejercicio de su derecho de información y, en su caso, de otros derechos societarios.

Singularmente, los accionistas deben encontrar en la *página web* corporativa la vía para la formulación de sus propuestas alternativas en relación con los puntos del orden del día y peticiones de información, debiendo la sociedad, por la misma vía, facilitar que aquellas propuestas sean conocidas por los restantes accionistas con suficiente antelación al momento en que, si procede, deban ser sometidas a la Junta General.

Corresponderá, en todo caso, al Consejo de Administración establecer el contenido típico de la información facilitada que, como mínimo, debería comprender:

- i. Estatutos sociales.
- ii. Reglamentos de la Junta General y del Consejo de Administración y otras disposiciones de gobierno corporativo.

- iii. Informes trimestrales del ejercicio e informes anuales correspondientes a los dos últimos años, junto con los informes de los auditores externos.
- iv. Composición del Consejo y de sus Comisiones.
- v. Identificación de los accionistas con participaciones estables, directas e indirectas, y su representación en el Consejo, así como todos los pactos parasociales entre accionistas que de cualquier modo se hayan comunicado a la sociedad o al mercado.
- vi. Participaciones accionariales, directas e indirectas, de cada uno de los miembros del Consejo y que deberán comunicarse a la sociedad dentro de un plazo no superior a las 48 horas. Igualmente se informará sobre la autocartera que tenga la sociedad y sus variaciones significativas.
- vii. Información contenida en las presentaciones hechas a los distintos operadores del mercado y a accionistas significativos.
- viii. Convocatorias de las Juntas Generales y la información contenida en las mismas, a la que se hará referencia mas adelante.
- ix. Acuerdos adoptados en la última Junta General celebrada.

Asimismo, la página *web* de la sociedad será el espacio para consignar cualquier hecho de carácter relevante sobre el que el Consejo considere conveniente informar y, en especial, las operaciones relacionadas o vinculadas entre la sociedad y sus consejeros, administradores o accionistas, que pudieran aprobarse y fueran significativas.

La Comisión recomienda, también, que, en busca de la simetría de la información, se dé cuenta en la página *web*, de un resumen de los informes emitidos por los principales analistas, bancos de inversión o agencias de calificación, que siguen la sociedad de manera continua.

### *2. 3.- Garantías de la calidad de la información: el principio “cumplir o explicar”.*

Al objeto de asegurar la mejor calidad de la información deben arbitrarse también algunas medidas fundadas, especialmente, en la exigencia de motivación y explicación de las reglas de gobierno elegidas y de su grado de efectivo cumplimiento.

Se trata, en última instancia, de introducir en nuestra práctica el principio conocido como “cumplir o explicar”. 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.

Además, en relación a las prácticas efectivamente seguidas, la exigencia de motivación significa evaluar regularmente las propias prácticas de gobierno y ofrecer un juicio sobre su grado de observancia, aportando –allí donde resulte posible- datos y soportes que puedan acreditarlos.

### **III.- EL PRINCIPIO DE SEGURIDAD Y EL DEBER DE LEALTAD. LAS RESPONSABILIDADES DE LOS ADMINISTRADORES.**

#### **1.- La seguridad.**

Como hemos visto, se ha de conformar un régimen de transparencia de los mercados y de las sociedades cotizadas que incremente, al mismo tiempo, su seguridad. Así, por la propia naturaleza de los mercados financieros, la transparencia, con las condiciones que se han descrito, es el primer instrumento de protección de los inversores.

Sin embargo, el ámbito del principio de seguridad es relativamente diverso y más amplio: aunque la seguridad en un mercado financiero y en las sociedades cotizadas se actúe principalmente a través de la transparencia, es necesario el reconocimiento de determinados deberes y responsabilidades que refuercen la seguridad en aquellas situaciones en las que la gravedad de los conflictos de intereses de quienes han de tomar o ejecutar las decisiones hace que la transparencia sea insuficiente para proteger a los inversores.

Este es el núcleo fundamental de la exigencia de seguridad en los mercados: los inversores han de tener confianza en que el valor producido por la empresa se distribuye correctamente, y los administradores y accionistas de control no obtienen beneficios desproporcionados respecto de su trabajo y participación en el capital. El tratamiento más indicado está en la regulación de las situaciones de conflicto de intereses. El Informe Olivencia dio un paso fundamental en esta línea al llamar la atención sobre la importancia de los deberes de lealtad de los administradores y accionistas significativos, pero sus indicaciones seguramente deben completarse e incorporarse a la legislación societaria. La autorregulación parece insuficiente cuando se trata de afrontar situaciones de conflictos de interés grave.

La opinión de esta Comisión es que en este campo resultaría conveniente una intervención legislativa, cuya función fuera suplementar la debilidad de los mecanismos disciplinarios que proveen las fuerzas del mercado en aquellos casos en los que se enfrenta abiertamente el interés social y el interés personal de quienes tienen influencia en la gestión de la sociedad. El instrumento fundamental consistiría en un desarrollo ordenado de los supuestos y del régimen de responsabilidad de los administradores por infracción del deber de lealtad.

## **2.- La responsabilidad de los administradores: deberes de lealtad y diligencia**

### *2. 1. El deber de lealtad en los conflictos de intereses.*

Es sabido que en los sistemas jurídicos continentales -y, desde luego, en el nuestro- el legislador se ha mostrado ausente y hasta tolerante con las operaciones en conflicto de interés y demás prácticas dudosas desde el punto de vista del deber de lealtad: apenas les ha prestado atención y, cuando lo ha hecho, ha sido con una cierta dosis de ingenuidad. La raíz del problema está en haber diseñado las reglas sobre responsabilidad de los administradores de manera unitaria y tomando como paradigma el problema de la negligencia. Este modo de proceder ha desembocado en un defecto en el tratamiento de la deslealtad que debe remediarse estructurando un régimen articulado de los deberes de lealtad.

Para tratar de manera correcta los deberes de los administradores y su régimen de responsabilidad, la Comisión considera que sería necesario separar nítidamente el aspecto de la creación de valor y beneficios en la empresa, del aspecto relativo a la distribución de ese valor para distinguir correlativamente el deber de diligencia y el deber de lealtad, dentro de los deberes fiduciarios de los administradores. En definitiva, los administradores están sujetos a dos imperativos: maximizar la creación de valor, no entendido ni única ni principalmente como valor de cotización bursátil en un determinado momento, y distribuir correctamente ese valor o beneficio.

El régimen de responsabilidad de los administradores debe tratar con el debido rigor la infracción de los deberes de lealtad, sin menoscabo del tratamiento adecuado del deber de diligencia. Por su parte, las exigencias derivadas del deber de diligencia -obtención de información, dedicación, participación en la formación colegiada del criterio- no deberían eliminar el ámbito de discrecionalidad o competencia técnica de las decisiones empresariales propias de la administración de la sociedad.

### *2. 2. Especificación de los deberes de lealtad.*

Nuestra legislación de sociedades se ha limitado tradicionalmente a establecer un deber muy genérico o abstracto de lealtad. Es ilustrativo, por ejemplo, el laconismo legislativo del artículo 127 de la Ley de Sociedades Anónimas, que refleja también la tónica general del Derecho continental europeo: todo lo que dispone es que los administradores han de proceder como un representante leal. Es cierto que el amparo legal que proporciona esta cláusula genérica de lealtad podría haber sido suficiente para que la doctrina y la jurisprudencia hubieran creado

con el paso de los años un nutrido complejo de criterios y reglas claros y orientativos sobre la materia. La experiencia indica, sin embargo, que este resultado, por causas diversas, apenas se ha alcanzado.

Por ello, la primera medida a adoptar para reforzar la eficacia del deber de lealtad consistiría en detallar -al menos en un nivel intermedio de especificación- las obligaciones básicas derivadas del principio general, como sugería ya el Informe Olivencia. En efecto, la definición de pautas de actuación concretas incrementa la observabilidad y verificabilidad de las conductas indebidas facilitando el trabajo de quienes han de velar por su cumplimiento y especialmente el de los Jueces, orienta la conducta de los administradores; suministra amparo a los operadores para resistir presiones indebidas, y contribuye a la creación de una cultura corporativa adecuada, que en última instancia es lo más importante.

Deberían contemplarse, al menos, los siguientes deberes de lealtad de los administradores:

- i. Evitar los conflictos de intereses entre los administradores, o sus familiares más directos, y la sociedad, comunicando en todo caso su existencia, de no ser evitables, al Consejo de Administración.
- ii. No desempeñar cargos en empresas competidoras de la sociedad o de su grupo.
- iii. No utilizar, con fines privados, información no pública de la sociedad.
- iv. No hacer uso indebido de activos de la sociedad ni tampoco valerse de su posición en esta última para obtener, sin contraprestación adecuada, una ventaja patrimonial. En todo caso, de las relaciones económicas o comerciales entre el consejero y la sociedad deberá conocer el Consejo de Administración.
- v. No aprovecharse de las oportunidades del negocio que conozca por su condición de consejero.
- vi. Mantener secretos, aun después de su cese, cuantos datos e informaciones reciba en el desempeño de su cargo, no pudiendo utilizarlos en beneficio propio, ni facilitarlos a terceros, sin perjuicio de las obligaciones de transparencia e información que impongan la legislación mercantil y de los mercados de valores. Cuando el administrador sea persona jurídica, el deber de secreto se extenderá a los administradores de ésta.
- vii. Abstenerse de intervenir en las deliberaciones y votaciones sobre propuestas de nombramiento, reelección o cese cuando les afecten, así como en cualquier otra cuestión en la que tengan un interés particular.
- viii. Notificar a la sociedad los cambios significativos en su situación profesional, los que afecten al carácter o condición en cuya virtud hubiera

sido designado como consejero, o los que puedan entrañar un conflicto de interés.

- ix. Informar a la sociedad de las acciones de la misma, opciones sobre acciones o derivados referidos al valor de la acción, de que sea titular, directamente o a través de sociedades en las que tenga una participación significativa, así como de las modificaciones que sobrevengan en dicha participación accionarial o derechos relacionados, con independencia del cumplimiento de la normativa del mercado de valores.
- x. Informar a la sociedad de todas las reclamaciones judiciales, administrativas o de cualquier otra índole que por su importancia pudieran incidir gravemente en la reputación de la sociedad.

La regulación ha de partir del principio de obligatoriedad del régimen de los anteriores deberes de lealtad, que no es forzosamente incompatible, sin embargo, con un principio de dispensabilidad *ad hoc*, en cuya virtud pudieran ser autorizadas, caso por caso, ciertas operaciones. Aunque ello incremente las posibilidades de eludir la efectiva observancia del deber de lealtad, la solución contraria podría impedir operaciones potencialmente productivas para la sociedad y ser menos conveniente. En todo caso, la dispensa debería ser a la vez relativamente fácil de administrar y difícil de eludir, mediante un procedimiento que asegure la independencia del órgano que la otorga -el Consejo de Administración, o incluso la Junta General, según la trascendencia de la decisión- respecto del administrador afectado y que la operación sea equitativa y en condiciones de mercado; junto a una regla de transparencia, en términos similares a los que ha anticipado la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (artículo 37 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre).

La Comisión entiende que no sería eficaz la especificación de los deberes de lealtad si existieran dificultades legales para exigir en la práctica la responsabilidad por infracción de tales deberes. Por ello se considera que esta materia debería ser objeto de una intervención legislativa clarificadora para definir una política de rigor, conforme a nuestra tradición jurídica, capaz de interpretar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad, facilitando los procedimientos y requisitos de exigencia de esta responsabilidad por parte de los accionistas.

Finalmente, cabe destacar que en los casos de violación de los deberes de lealtad se producen situaciones especialmente frustrantes desde el punto de vista de los inversores y de la opinión pública cuando las medidas legales adoptadas respecto del administrador infiel no consiguen la devolución de las cantidades con que se ha enriquecido ilícitamente. La Comisión entiende que este tema excede del mandato recibido, pero no puede dejar de expresar su preocupación al respecto y su deseo de que esta situación sea tratada adecuadamente.



### *2. 3. La extensión subjetiva de los deberes de lealtad.*

Otro elemento decisivo para incrementar la seguridad de los mercados a través de la responsabilidad por infracción de los deberes de lealtad vendría dado por la extensión subjetiva de aquellos deberes cuya naturaleza lo permita a quienes, aún sin ostentar una posición formal de administrador, desempeñan en la sociedad un papel de índole similar. Tal extensión podría estar más justificada incluso que la propia regla originaria referida a los administradores, puesto que la mayor opacidad de la actividad de estas personas, que a menudo actúan en la sombra o detrás de los órganos de decisión formales, determina una menor eficacia disciplinar de los instrumentos dispuestos por las fuerzas del mercado.

La extensión debiera alcanzar al menos a las siguientes personas:

- (i) a las personas físicas que representan a los administradores que sean personas jurídicas
- (ii) a los altos ejecutivos de la sociedad aunque no ostenten la condición de consejeros;
- (iii) a los administradores de hecho, es decir, a aquellas personas que en la realidad del tráfico desempeñan sin título -o con título nulo o extinguido- las anteriores funciones;
- (iv) a los administradores ocultos, bajo cuyas instrucciones suelen actuar los administradores de la sociedad;
- (v) a los accionistas de control.

### *2. 4. Los deberes de diligencia.*

La Comisión ha analizado la situación actual de la aplicación jurídica del deber de diligencia y propone por ello la necesidad de separar lo más claramente posible las consecuencias de las decisiones adoptadas por los miembros del Consejo en interés de la sociedad, con el debido estudio y asesoramiento, de aquellas otras que se toman por los consejeros en razón de un interés personal, o en conflicto con los de la sociedad, como ya se ha indicado en apartados anteriores. En todo caso, la Comisión desea destacar la importancia de que todos los miembros del Consejo de Administración, sean o no ejecutivos, desempeñen su cargo de buena fe y con la diligencia necesaria para la consecución de los intereses sociales; actuación que debe estar orientada hacia la participación efectiva del administrador en las reuniones del Consejo, así como en las de las Comisiones de las que forme parte. Se estima esencial el abandono de concepciones pasivas del cargo de administrador, incompatibles con las actuales exigencias de profesionalidad, eficacia y responsabilidad.

En cualquier caso los deberes de diligencia deberían incluir:

- i. Dedicar con continuidad el tiempo y esfuerzo necesarios para seguir de forma regular las cuestiones que plantea la administración de la sociedad, recabando la información suficiente para ello y la colaboración o asistencia que considere oportuna.
- ii. Participar activamente en el órgano de administración y en sus Comisiones o tareas asignadas, informándose, expresando su opinión, e instando de los restantes consejeros su concurrencia a la decisión que se entienda más favorable para la defensa del interés social. De no poder asistir, por causa justificada, a las sesiones a las que haya sido convocado, procurará instruir de su criterio al consejero que, en su caso, le represente.
- iii. Oponerse a los acuerdos contrarios a la Ley, a los Estatutos o al interés social, y solicitar la constancia en acta de su posición cuando lo considere más conveniente para la tutela del interés social.
- iv. Instar la convocatoria de reuniones del Consejo cuando lo estime pertinente, o la inclusión en el orden del día de aquellos extremos que considere convenientes, de acuerdo con la Ley y con los Estatutos Sociales.
- v.- Solicitar la información que estime necesaria para completar la que se le haya suministrado, de forma que pueda ejercer un juicio objetivo y con toda independencia sobre el funcionamiento general de la administración de la sociedad. Cada uno de los miembros del Consejo de Administración tendrá acceso a toda la información comunicada a dicho órgano y podrá exigir además, por medio del Presidente, cualquier otra información que sea necesaria para el cumplimiento de su misión.

Por último, la Comisión quiere destacar la importante responsabilidad que de una u otra forma recae sobre los administradores y, por ende, la obligación de una correcta selección de los mismos y la definición de sus deberes, derechos y obligaciones en relación con el interés general de la sociedad y de los accionistas.

### **3. El marco ético del gobierno corporativo.**

Las leyes y códigos de buen gobierno, y los principios de transparencia y seguridad son necesarios para garantizar que la actividad económica se desenvuelva dentro del clima de confianza que requieren la eficiencia de la empresa y el progreso social. Sin embargo, la

experiencia demuestra que ni las leyes más exigentes ni los códigos mejor elaborados resultan suficientes para garantizar el buen gobierno de las empresas. Este exige, además, competencia profesional y un comportamiento ético por parte de los administradores y gestores, que impulse siempre a buscar el bien de la empresa a largo plazo por encima de sus propios intereses a corto plazo. El respeto hacia los valores éticos en la vida profesional es imprescindible y sin él las reglas y prácticas relativas al gobierno de la empresa resultarán insuficientes. En último término, la ejemplaridad de administradores y gestores resulta imprescindible para crear una cultura de buen gobierno.

Algunas empresas definen su propio código de valores éticos y otros principios corporativos que desean impulsar y respetar. En cualquier caso, las relaciones profesionales en toda empresa deben basarse en el respeto a las leyes, a la dignidad de cada persona y a los valores éticos tradicionales imprescindibles para la convivencia humana, muy particularmente, el valor de la justicia.

La primera obligación de la empresa es el cumplimiento de su misión dentro del marco legal general. No obstante, más allá del estricto cumplimiento de las leyes y de los deberes que su misión establece, recientemente se ha venido sosteniendo que la empresa tiene otras responsabilidades sociales. Organismos internacionales como la ONU, o la Unión Europea, y numerosas empresas internacionales responden en sentido afirmativo a esta cuestión e instan a que las empresas asuman y cumplan con otras responsabilidades sociales. Por consiguiente, en las responsabilidades de una empresa podemos distinguir dos niveles:

El primer nivel se refiere a la continuidad de la empresa a largo plazo, que supone generar beneficios suficientes mediante una buena posición competitiva en los mercados, cumpliendo las leyes y evitando toda actuación injusta, incluso más allá de lo que la ley regula. Esto exige también minimizar los efectos colaterales negativos ocasionados por la actividad empresarial (reestructuraciones, contaminación, etc.).

El segundo nivel, más amplio y contingente, lleva a actuaciones positivas con todos los agentes involucrados directa o indirectamente en la empresa, incluyendo a la sociedad en su conjunto, en la medida y extensión en que sea posible en cada situación. Este segundo nivel de responsabilidades tiene, por naturaleza, un carácter variable en el tiempo, muy dependiente de las realidades sociales y culturales de cada país, y, en consecuencia, debe ser claramente de naturaleza voluntaria.

El gobierno corporativo de la empresa y la dirección ejecutiva han de considerar los diversos intereses concurrentes en una decisión, pero el criterio superior para dirimir intereses en conflicto y para avanzar es el bien de la empresa en su conjunto y su continuidad a largo plazo.

En el contexto de la denominada responsabilidad social de la empresa en la gestión de sus negocios y en su relación con sus interlocutores, cada empresa podrá asumir libremente aquellas obligaciones o compromisos adicionales que desee de carácter ético o social dentro de un marco general de desarrollo sostenible, como la presentación de un triple balance económico, social y medioambiental que se discute en algunos foros, para darlos a conocer a los accionistas, empleados y a la sociedad en su conjunto, sobre la base de los principios de voluntariedad y transparencia.

## **IV.- LOS ORGANOS DE GOBIERNO.**

### **1.-La Junta General de Accionistas.**

La Comisión ha considerado que uno de los primeros objetivos del gobierno corporativo es la potenciación del papel de la Junta General de accionistas como órgano de decisión y control básico para la vida de la sociedad y la tutela de los intereses de los accionistas.

La Junta General de Accionistas, como órgano social soberano a través del cual se articula el derecho del accionista a intervenir en la toma de decisiones esenciales de la sociedad, debe posibilitar del modo más eficaz esa participación, facilitándose la representación del accionista que no concurre a la misma y la expresión de sus intereses a través del derecho de voto.

#### *1. 1. Información al accionista con ocasión de las Juntas Generales.*

Con ocasión de la celebración de las Juntas Generales de Accionistas, y desde su convocatoria, la sociedad debería informar del contenido íntegro de todas las propuestas de acuerdo que se vayan a someter a la Junta, utilizando para ello la propia página web, con independencia de cualquier otro procedimiento legal o voluntario de que se dote la sociedad.

Para cada una de las propuestas de acuerdo se debería expresar y publicar su justificación, en términos no sólo precisos, sino claros, inteligibles y útiles para valorar la decisión que se propone y formar criterio en orden a la definición de la voluntad social.

Los anteriores puntos y, en general, todo lo relativo a los procedimientos de puesta a disposición de los accionistas de la información, sea a su requerimiento o por iniciativa de la sociedad, se deberían contener en el Reglamento de la Junta General a que se hace referencia posteriormente.

#### *1. 2. Información sobre los criterios de gobierno corporativo y su observancia.*

Como se ha indicado anteriormente, es de la máxima importancia que el Consejo, previo informe de la Comisión de Auditoría y Control, o, en su caso, de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones o de una Comisión *ad hoc*, elabore un Informe anual sobre la

estructura y prácticas de gobierno corporativo de la sociedad, en el que se expongan ordenadamente los extremos a que se ha hecho referencia en el apartado 2.1 de la sección II.

### *1.3. Reglamento de la Junta General.*

Se recomienda que la adecuación de los criterios de gobierno corporativo a las nuevas líneas de actuación que se recomiendan en este Informe se lleve a cabo mediante la elaboración y difusión por las sociedades de Reglamentos específicos para las Juntas Generales, que se sometan a su aprobación y que regulen la convocatoria, preparación, información, concurrencia, desarrollo y ejercicio de los derechos políticos, en tanto la propia Junta no los modifique, siempre de acuerdo con la Ley y con los Estatutos.

El Reglamento de la Junta General de accionistas deberá incluirse en la página *web* de la sociedad, haciendo público así el marco jurídico en que van a desarrollarse las expresadas Juntas Generales, para conocimiento de los accionistas e inversores.

Es recomendable que cada sociedad regule la necesidad o no de elevar a la Junta General algunas decisiones de negocio, debidamente delimitadas, que sean trascendentales para el futuro de la sociedad y los intereses de accionistas e inversores.

También se debería exigir el acuerdo de Junta General para la adopción de medidas de blindaje que tengan como finalidad dificultar tomas de control o la remoción de determinados cargos. Entiende la Comisión que podría incluso valorarse la exigencia de mayorías reforzadas o hasta la prohibición de algunas de estas medidas de blindaje, de acuerdo con lo que al respecto se establezca en los Estatutos sociales. La Comisión considera que, en los supuestos de adopción de estas medidas, los afectados por un posible conflicto de intereses deberían abstenerse.

En cualquier caso, la Comisión entiende que el Reglamento de la Junta debería incluir, al menos, los siguientes aspectos, desarrollando, en su caso, las previsiones de la Ley y de los Estatutos sociales:

#### *1. 4. Convocatoria, orden del día, propuestas de acuerdos e información a disposición del accionista durante el período de preparación de la Junta.*

En cuanto a la convocatoria, debería hacerse pública con tiempo suficiente para permitir que los accionistas pudieran solicitar y obtener información complementaria en relación con los puntos del orden del día, o cursar instrucciones de voto.

Además, debería darse a conocer, por anticipado, a través de la página *web*, el texto de todos los acuerdos que se proponen para su adopción, junto con una información suficiente sobre su justificación y oportunidad.

Asimismo, habrían de disponerse los medios para facilitar la difusión de propuestas alternativas de acuerdos relativos a los puntos del orden del día de la Junta convocada, si los hubiere, en los términos que resultan de la mención efectuada en este Informe con ocasión del deber de transparencia.

#### *1. 5. Celebración y desarrollo de la Junta.*

La Comisión recomienda que se adopten todas aquellas medidas que puedan facilitar la participación de los accionistas en las Juntas Generales, garantizando que la expresión de su voto respete el sentido de su voluntad.

Debería facilitarse que los inversores institucionales -fondos de inversión, entidades financieras, intermediarios de cualquier otro tipo-, que agrupan accionistas e inversores múltiples pudieran contribuir más activamente a la conformación de la voluntad social. En cualquier caso parece que, dada la importancia creciente de la participación de los inversores institucionales en el accionariado de las sociedades, se recomienda que definan y hagan pública su política de participación o no en las decisiones de las sociedades en las que han invertido y que esta definición sea conocida y comunicada a sus partícipes.

El Reglamento de la Junta debería también regular, del modo más adecuado a los intereses y características de cada sociedad, el régimen de desarrollo de la Junta: presidencia; información a facilitar durante la Junta y contestación a preguntas formuladas por escrito; duración, orden y número de las intervenciones; asistencia e intervención, en su caso, del auditor externo y de los Presidentes de las Comisiones especializadas del Consejo, y forma del Acta, entre otros puntos.

Debe favorecerse la homogeneización de las tarjetas de asistencia o títulos documentales que se faciliten a los accionistas para asistir a la Junta, conferir su representación y cursar instrucciones de voto.

#### *1. 6. Otras medidas.*

Las anteriores medidas, asumibles por vía de autorregulación, no excluyen otras igualmente tendentes a facilitar o asegurar la representación y el acceso a la Junta por parte de los accionistas, como las dirigidas a incrementar la antelación de la convocatoria respecto de la celebración de la Junta y a permitir que los accionistas, con exigencia de aquellos requisitos de

legitimación que se entendieran procedentes, pudieran tanto solicitar la adición de puntos del orden del día en la Junta convocada como formular en relación con dichos puntos propuestas alternativas de acuerdos con una cierta antelación respecto de la Junta General con el fin de que el Consejo pudiera definir su posición sobre la oportunidad o no de su inclusión en el orden del día a publicar, motivando las razones de su inadmisión; o implantar los sistemas necesarios para el cómputo electrónico del quórum, así como para la delegación y el voto por correo o por medios electrónicos.

## **2.-El Consejo de Administración.**

Las actuales exigencias de profesionalidad y eficacia en la administración de las sociedades que están presentes en los mercados de capitales, así como la necesidad de establecer rigurosos mecanismos de dirección y control de la gestión que salvaguarden los intereses de accionistas e inversores, otorgan un papel preponderante al Consejo de Administración.

La Comisión quiere insistir en la misión de todos los miembros del Consejo de defender la viabilidad a largo plazo de la empresa, así como en la unidad de acción de todo el Consejo en la protección conjunta de los intereses generales de la sociedad y en la obligación de todos los consejeros de cooperar en ese sentido.

La estructura unitaria del órgano de administración en nuestro ordenamiento no impide que, mediante la división funcional en el seno del Consejo y la disposición de controles internos, se garanticen aquellas pautas de gobierno corporativo idóneas para el fomento de la seguridad y la transparencia en las sociedades y el mercado. Para ello debe tenerse en cuenta la posibilidad de crear y regular comisiones especializadas y diferenciar distintos tipos de consejeros que, sin perjuicio de la igualdad de obligaciones y derechos de todos los consejeros, aseguren la tutela de los intereses de los accionistas no representados en el Consejo.

Sobre tales bases, y especial grado de dedicación, actividad y responsabilidad, el Consejo de Administración deberá tener un número razonable de miembros para asegurar su operatividad y el trabajo de cada consejero, y poder contar con todos los medios necesarios para el mejor y más eficaz ejercicio de sus funciones, incluyendo la comunicación con los responsables de las diferentes áreas de negocio y servicios, y, en su caso, la asistencia de profesionales y expertos externos.

El Consejo y las personas que lo forman deberán contar con la información necesaria para el mejor y más eficaz ejercicio de sus funciones, siendo responsabilidad suya identificarla y solicitarla. A tal efecto todo consejero tendrá derecho a disponer y recabar, en su caso, tal



información, dirigiendo sus requerimientos en ese sentido, salvo diversa determinación estatutaria o reglamentaria, al Secretario del Consejo, y a dejar constancia en acta de las insuficiencias que apreciaren en el cumplimiento de su requerimiento de información.

El Consejo de Administración de las sociedades cotizadas deberá reunirse en sesión ordinaria con la periodicidad, normalmente mensual, que sea adecuada para seguir de cerca las actuaciones de los ejecutivos y de la Comisión delegada, en su caso, y adoptar las decisiones oportunas en relación con las mismas. Además, se reunirá en todas las ocasiones en las que el Presidente o un número suficiente de consejeros así lo solicitara, de acuerdo también con sus Estatutos y Reglamento. A lo largo del ejercicio deberá analizar de forma específica el presupuesto y la marcha del plan estratégico, si lo hubiere, y su grado de cumplimiento, así como los estados financieros trimestrales que la sociedad haya de enviar a los órganos reguladores o de supervisión de los mercados para su publicación.

A continuación, se formulan determinadas recomendaciones sobre la organización del Consejo de Administración tendentes a mejorar su eficacia.

#### *2. 1. Los consejeros.*

La Comisión ha querido profundizar en la definición de los miembros del Consejo de Administración, en razón de su relación con la sociedad, como uno de los elementos básicos de la composición del Consejo, sobre la base de que no hay distintas clases de consejeros sino que todos deben cooperar de forma efectiva a que este órgano pueda cumplir, de forma unitaria, las funciones que tiene atribuidas.

Al establecer estas definiciones, la Comisión propone precisar algunas de las denominaciones al uso, para evitar la interpretación de que hay un grupo de consejeros, los llamados independientes, cuya función pudiera parecer que es únicamente la de controlar a los restantes miembros del consejo o la de representar a los accionistas minoritarios. A tal fin, se utiliza como distinción básica la de consejeros internos o ejecutivos y consejeros externos, dentro de los cuales se definen las categorías de los dominicales y los independientes para equilibrar la composición del Consejo, sin perjuicio de que pueda haber consejeros externos que no pertenezcan a ninguna de estas dos categorías.

##### *a. - Consejeros internos o ejecutivos.*

Se trata de los consejeros que poseen funciones ejecutivas o directivas en la sociedad o en alguna de sus sociedades participadas, y en todo caso, los que mantengan una relación

contractual laboral, mercantil o de otra índole con la sociedad, distinta de su condición de consejeros. También son consejeros ejecutivos quienes tengan alguna capacidad de decisión en relación con alguna parte del negocio de la sociedad, o del grupo, mediante delegación o apoderamiento estables conferidos por el Consejo de Administración o por la sociedad, respectivamente.

*A sensu contrario*, no debería considerarse consejero ejecutivo o interno a quien recibe facultades especiales de la Junta General o del Consejo de Administración, vía delegación, autorización o apoderamiento, para un acto concreto.

*b.- Consejeros externos dominicales.*

Son los consejeros propuestos por accionistas, individuales o agrupados, en razón de una participación estable en el capital social que, independientemente de que dé o no derecho a un puesto en el órgano de administración, se haya estimado suficientemente significativa por el Consejo, teniendo en cuenta el capital flotante de la sociedad, para elevar su propuesta a la Junta General de Accionistas.

Su régimen de incompatibilidades para mantener relaciones comerciales o profesionales con la sociedad y su grupo debería asemejarse al de los consejeros independientes, previéndose qué incompatibilidades pueden afectar a los propios accionistas por él representados.

Deberán desvelar al Consejo cualquier situación de conflicto de interés entre la sociedad y el accionista que ha propuesto su nombramiento cuando afecte a las cuestiones que se sometan al Consejo, absteniéndose obligatoriamente, en tal caso, de participar en la adopción de los correspondientes acuerdos.

*c.- Consejeros externos independientes.*

Son aquellos consejeros de reconocido prestigio profesional que pueden aportar su experiencia y conocimientos al gobierno corporativo y que, no siendo ni ejecutivos ni dominicales, resulten elegidos como tales y reúnan las condiciones que aseguren su imparcialidad y objetividad de criterio. Entre éstas, con carácter indicativo, se señalan las siguientes:

- i) No tener, o haber tenido recientemente, relación de trabajo, comercial o contractual, directa o indirecta, y de carácter significativo, con la sociedad, sus directivos, los consejeros dominicales o sociedades del grupo cuyos intereses accionariales éstos representen, entidades de crédito con una posición destacada en la financiación de la sociedad, u organizaciones que reciban subvenciones significativas de la sociedad.

- ii) No ser consejero de otra sociedad cotizada que tenga consejeros dominicales en la sociedad de que se trate.
- iii) No tener relación de parentesco próximo con los consejeros ejecutivos, dominicales o los miembros de la alta dirección de la sociedad.

Si existiera alguna de las relaciones anteriores deberá ser conocida y evaluada por el Consejo, previo informe de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, y recogida en el informe anual.

### *2. 2. Inamovilidad de los consejeros externos y duración de su cargo.*

Uno de los puntos de mayor relevancia en el objetivo de mejorar la transparencia y seguridad de los mercados es lograr que los consejeros externos cumplan adecuadamente su función.

Con ese fin, una vez elegidos los consejeros externos dominicales e independientes por la Junta General, el Consejo de Administración no debería proponer su cese antes del cumplimiento del periodo estatutario para el que fueron nombrados, salvo por causas excepcionales y justificadas aprobadas por el Consejo de Administración, previo informe de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

La Comisión ha reflexionado sobre las ventajas e inconvenientes que la fijación de un número máximo de mandatos podría tener en el mantenimiento de las razones del nombramiento de los consejeros, especialmente de los independientes. Aunque cabe considerar que la limitación de reelección de los consejeros independientes constituye una garantía de su independencia, la Comisión ha llegado a la conclusión de que no parece razonable que la sociedad tenga que prescindir de la colaboración del consejero cuando se ha comprobado su actuación positiva. En ese sentido la Comisión se inclina por no recomendar la limitación de mandatos y que ésta sea una decisión de cada sociedad, que debería reflejarse en los Estatutos Sociales. La propuesta de renovación corresponde al Consejo de Administración, previo informe de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones sobre el cumplimiento de las condiciones establecidas al tiempo de proponerse su renovación.

### *2. 3. La edad de los consejeros.*

La Comisión ha debatido también ampliamente sobre las limitaciones de edad de los consejeros. Aun cuando la fijación de un límite de edad para los consejeros facilita que se pueda producir una sustitución automática, sin ningún tipo de tensiones, de los consejeros que lleguen a dicha

edad, la Comisión ha llegado a la conclusión, que lleva a revisar en este punto el criterio del Informe Olivencia, de que, en atención a la creciente esperanza de vida, a la naturaleza liberal o privada del cargo y a las responsabilidades en el proceso de selección que tiene el Consejo, no subsisten razones sustantivas desde el punto de vista del buen gobierno para formular una recomendación al respecto. La única precisión que debe hacerse es que la sociedad que adopte una política en este punto, debe establecerla con claridad en su normativa interna (Estatutos o Reglamento).

### **3.-Composición del Consejo de Administración.**

El establecimiento de reglas, criterios o recomendaciones de gobierno corporativo y, en particular, la composición del Consejo de Administración y sus Comisiones, deberán tener en cuenta la estructura del capital social para el cumplimiento de los fines generales de protección a los accionistas minoritarios.

La Comisión recomienda que el Consejo de Administración, a través de los consejeros, represente el mayor porcentaje de capital posible.

Se ha reflexionado también sobre la dificultad de establecer una regla de carácter general para definir el número y proporción que deben alcanzar los consejeros externos independientes: un criterio aplicable, actualizando el del Informe Olivencia, sería que existiera una mayoría amplia de consejeros externos en el Consejo y, dentro de éstos, una participación muy significativa de consejeros independientes, teniendo en cuenta la estructura accionarial de la sociedad y el capital representado en el Consejo.

### **4.- El Presidente del Consejo de Administración.**

Uno de los temas a los que la Comisión ha prestado más atención durante sus reuniones es el relativo a la conveniencia o no de recomendar la separación del cargo de Presidente del Consejo y la función de primer ejecutivo de la sociedad. Y no podía ser de otra forma, dada la intensa polémica suscitada por la cuestión en los foros de debate que se han ocupado del gobierno corporativo en los últimos tiempos. El punto de vista que parece prevalecer en la discusión pública -así lo atestigua alguna de las más recientes encuestas de opinión- se muestra favorable a la separación de cargos o funciones, y ello porque propiciaría una mayor independencia del Consejo respecto del equipo ejecutivo y, por tanto, incrementaría su predisposición para desarrollar eficazmente la función de supervisión. La Comisión se ha mostrado muy sensible a este argumento, pero al propio tiempo no ha podido dejar de sopesar los inconvenientes de la solución dualista alternativa, a saber: puede privar a la sociedad de un liderazgo neto y claro;

puede dificultar notablemente la transmisión de información entre la dirección de la sociedad y el Consejo; y puede generar costes de coordinación en la organización. Por todo ello, la Comisión ha estimado, finalmente, que no debía pronunciarse a favor de la separación de cargos y que, en definitiva, debía reiterar el criterio de la Comisión Olivencia, incluidas sus cautelas. En última instancia, este criterio se justifica en la convicción de que la opción por una estructura de liderazgo de uno u otro tipo -dual o unitaria- no puede formularse con carácter de regla general, sino que depende crucialmente de las circunstancias de cada empresa.

## **5.- Comisiones del Consejo de Administración.**

El fortalecimiento y, de modo especial, la eficacia en el desarrollo de las funciones del Consejo requieren la constitución de Comisiones especializadas en su seno, a fin de diversificar el trabajo y asegurar que, en determinadas materias relevantes cuya inmediatez e importancia no exigen su remisión directa al pleno del Consejo, las propuestas y acuerdos del mismo hayan pasado primero por un órgano especializado que pueda filtrar e informar sus decisiones, a fin de reforzar las garantías de objetividad y reflexión de sus acuerdos.

El Consejo de Administración designará sus miembros, aprobará, cuando proceda, sus Reglamentos, considerará sus propuestas e informes y ante él habrán de dar cuenta de su actividad y responder del trabajo realizado.

Las Comisiones cuya constitución procedería para el mejor gobierno corporativo, y sin perjuicio de cuantas otras puedan constituir las sociedades o del desglose en varias Comisiones de las que a continuación se describen, serían las siguientes:

- i. La Comisión ejecutiva o Delegada, con funciones ejecutivas para la adopción de acuerdos vinculantes para la sociedad dentro del ámbito de su delegación.
- ii. Las Comisiones de Auditoría y Control, de Nombramientos y Retribuciones y, en su caso, de Estrategia e Inversiones, con funciones únicamente de informe y propuesta al Consejo de Administración y aquellas otras que, en el ámbito interno de sus competencias, les atribuyan la Ley, los Estatutos o el Reglamento del Consejo.

### *5. 1.- La Comisión Ejecutiva o Delegada.*

De carácter potestativo, según actualmente se regula, como órgano en el que el Consejo delega total o parcialmente, de forma estable o permanente, el ejercicio de sus funciones para la adopción de acuerdos sobre la administración y gestión de la sociedad.

El Consejo de Administración decidirá la composición de esta Comisión, recomendándose que, cuando la comisión ejecutiva asuma totalmente o de manera significativa las facultades del Consejo, su composición sea similar a la del propio Consejo por lo que respecta a la participación en la misma de las diferentes categorías de consejeros.

#### *5. 2.- La Comisión de Auditoría y Control.*

La Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero establece la obligatoriedad de la existencia en las sociedades cotizadas de una Comisión de Auditoría (artículo 47 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre).

Esta Comisión considera que corresponde al Consejo de Administración, en el ejercicio de su función de autorregulación, la designación de los miembros integrantes de la Comisión de Auditoría y Control, para lo que habrá de tener en cuenta sus conocimientos y experiencia profesional. Dichos miembros deberían ser todos ellos externos, manteniéndose en la Comisión una proporción entre dominicales e independientes similar a la del propio Consejo. La presidencia de la Comisión de Auditoría debería recaer en un consejero independiente.

La Comisión de Auditoría debería tener, dentro del reglamento del Consejo, su propio reglamento de funcionamiento, elaborado y aprobado por el Consejo de Administración. El Reglamento debería contemplar además las siguientes cuestiones:

- Informar las Cuentas Anuales, así como los estados financieros semestrales y trimestrales, que deban remitirse a los órganos reguladores o de supervisión de los mercados, haciendo mención a los sistemas internos de control, al control de su seguimiento y cumplimiento a través de la auditoría interna, así como, cuando proceda, a los criterios contables aplicados. La Comisión deberá también informar al Consejo de cualquier cambio de criterio contable y de los riesgos del balance y de fuera del mismo.
- El acceso pleno a la auditoría interna e informar durante el proceso de selección, designación, renovación y remoción de su director, así como participar en la fijación de la remuneración de éste, debiendo informar acerca del presupuesto de este departamento.
- Los poderes para informar y proponer acerca de la selección, designación, renovación y remoción del auditor externo, así como las condiciones para su contratación. Estas facultades no podrán ser delegados a la gerencia, ni a ningún otro órgano de la sociedad.
- La elaboración de un informe anual sobre las actividades de la Comisión de Auditoría y Control que deberá ser incluido en el informe de gestión.

No podrán ser miembros de esta Comisión de Auditoría y Control los consejeros ejecutivos, pero sí deberán acudir a informar en la medida que la propia Comisión así lo acuerde.

### *5. 3. La Comisión de Nombramientos y Retribuciones.*

La Comisión entiende que todas las sociedades deberían dotarse de una Comisión de Nombramientos y Retribuciones, que tendría la función de informar al Consejo de Administración sobre nombramientos, reelecciones, cese y retribuciones del Consejo y de sus cargos, así como sobre la política general de retribuciones e incentivos para los mismos y para la alta dirección.

En particular, le corresponderá a esta Comisión informar, con carácter previo, todas las propuestas que el Consejo de Administración formule a la Junta General para la designación o cese de los consejeros, incluso en los supuestos de cooptación por el propio Consejo de Administración.

Los miembros de la Comisión serán designados por el Consejo de Administración de entre los consejeros externos y siguiendo las proporciones del mismo. Asimismo, el Consejo elaborará y aprobará, dentro del Reglamento del Consejo, normas específicas para esta Comisión, de la que no podrán ser miembros los consejeros ejecutivos.

### *5. 4.- La Comisión de Estrategia e Inversiones.*

Las sociedades deben valorar la oportunidad de dotarse de una Comisión de Estrategia e Inversiones, que tendría funciones de propuesta o informe al Consejo sobre todas aquellas decisiones estratégicas, inversiones y desinversiones, que sean de relevancia para la sociedad o para el grupo, valorando su adecuación al presupuesto y planes estratégicos. En general, le corresponderá el análisis y seguimiento de los riesgos de negocio.

La designación de los miembros de esta Comisión y, en su caso, la aprobación de su reglamento de funcionamiento, corresponderán al Consejo. Podrán ser miembros los consejeros ejecutivos y los externos.

## **6.- La remuneración del Consejo y de la alta dirección.**

Aunque la remuneración del Consejo debe ser decisión particular de cada empresa, cabe recomendar con carácter general que las remuneraciones consistentes en entregas de acciones

de la sociedad o sociedades del grupo, opciones sobre acciones, o referenciadas al valor de la acción, deberían limitarse a los consejeros ejecutivos o internos. La remuneración de los consejeros en cuanto se determine en razón de los resultados de la sociedad, deberá tomar en consideración las salvedades que consten en el informe del auditor externo y que afecten a la cuenta de resultados de manera significativa.

El Informe Olivencia recomendó, como uno de los puntos básicos para lograr un nivel adecuado de transparencia, que se hicieran públicas las remuneraciones individualizadas de cada consejero con el mayor desglose posible. La Comisión ha constatado el ritmo lento a que dicha recomendación avanza en su implantación y ha deliberado sobre ello, considerando que lo allí recomendado es un claro indicador de la calidad del gobierno corporativo y cumple una función de ejemplaridad en la vida de las sociedades cotizadas, y por ello reitera a las sociedades la conveniencia de su implantación.

La Comisión considera que, de forma inmediata, la cuantía de la remuneración percibida por cada consejero debería recogerse en la Memoria anual, desglosando esta remuneración en todos los conceptos, incluyendo la entrega o asignación de acciones, opciones sobre acciones o sistemas referenciados al valor de la acción, que requerirán aprobación de la Junta General. Respecto de los consejeros ejecutivos, la Comisión estima que, transitoriamente y sin menoscabo del objetivo final establecido, podría separarse la remuneración que les corresponde como consejeros, que iría recogida en la Memoria anual de manera individualizada, de la que les corresponde en su calidad de directivos de la sociedad, que se comprendería, sin mención individualizada, dentro de la información a que se refiere el párrafo siguiente.

En todo caso, se recomienda que la remuneración y el coste total de la alta dirección (comité de dirección o similar), junto con el número e identificación de los cargos que lo componen, se incluya, conjuntamente, en el informe anual, desglosando los conceptos a que corresponden: salario en metálico y en especie, opciones sobre acciones, bonus, fondos de pensiones, provisiones por indemnizaciones y otras compensaciones que pudieran existir.

En relación con el establecimiento de cláusulas de garantía o de blindaje, para casos de despido o cambios de control, en favor de los componentes de la alta dirección de las sociedades, la Comisión, aunque no considera adecuadas algunas de estas actuaciones, entiende que son de difícil regulación con carácter general, y su recomendación se inclina a que sea cada Consejo de Administración el que se autorregule con el fin de evitar situaciones abusivas o poco justificables. En cualquier caso, se estima necesario que cualquier contrato de este tipo cuente con la aprobación formal del Consejo de Administración.



Una vez aprobada por el Consejo la cuantía de la indemnización pactada, cuando su importe exceda de dos años del salario acordado, el exceso debe ser provisionado en el balance del mismo ejercicio en que se apruebe, constando su importe separadamente.

#### **7.- La formulación de las cuentas anuales, y de los estados financieros semestrales y trimestrales.**

Las cuentas anuales que se presenten al Consejo de Administración para su formulación deberán ser previamente certificadas en cuanto a su exactitud e integridad por el Presidente (si tiene funciones ejecutivas), el consejero delegado, y el director financiero o responsable del departamento correspondiente, haciéndose constar que en las cuentas anuales consolidadas están incorporados los estados contables de todas las sociedades participadas, tanto nacional como internacionalmente, que integran el perímetro de consolidación de acuerdo con la normativa mercantil y contable de aplicación. La certificación de las cuentas atribuye una específica responsabilidad a aquellos que tienen una vinculación directa con la marcha societaria, pero no excluye la responsabilidad solidaria de todos los consejeros por la formulación de las cuentas anuales.

El Consejo de Administración, partiendo de las cuentas certificadas, contando con los informes de la Comisión de Auditoría y Control y realizadas las consultas que considere necesarias al auditor externo, habiendo dispuesto de toda la información necesaria, formulará en términos claros y precisos, que faciliten la adecuada comprensión de su contenido, las cuentas anuales y el informe de gestión.

Los principios contables que se aplicarán en la formulación de las cuentas anuales, así como en la elaboración de los estados financieros semestrales y trimestrales que deban ser remitidos a los órganos reguladores o de supervisión de los mercados, dentro del más estricto respeto a la normativa mercantil y contable de aplicación donde coticen los títulos de la sociedad, serán aquellos reconocidos internacionalmente.

En el caso de sociedades que coticen en mercados de otros países, se informará de los resultados a que se llegaría en las cuentas a presentar en dichos mercados de aplicarse los correspondientes criterios contables.

La formulación de las cuentas no puede considerarse como un acuerdo aislado del Consejo, sino que éste debería seguir la evolución de las cuentas, al menos trimestralmente, con los informes correspondientes de la Comisión de Auditoría y la participación del auditor de cuentas de la sociedad.

## **8.- El cumplimiento de los criterios de gobierno corporativo. Reglamento del Consejo.**

Toda sociedad habría de dotarse de un conjunto de reglas o criterios de gobierno corporativo incluyendo, al menos, los Reglamentos de la Junta General y del Consejo de Administración.

La elaboración de un informe anual de gobierno corporativo a que se ha hecho referencia en la sección II de este Informe, debería ser también objeto de examen y aprobación, en su caso, por el pleno del Consejo, y habrá de ser puesto a disposición de todos los accionistas con ocasión de la Junta General Ordinaria.

Los aspectos que se han ido recogiendo en los distintos apartados de este Informe sobre el órgano de administración, junto con todos otros aquellos que el propio Consejo considere conveniente incluir, podrían integrar el Reglamento del Consejo de Administración, que debería ser inscrito en el Registro Mercantil, depositado en la CNMV y puesto a disposición de cualquier accionista o inversor a través de la página *web* de la sociedad.

Al Secretario del Consejo de Administración 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.

## **V.-LOS PRESTADORES DE SERVICIOS PROFESIONALES.**

La fiabilidad de los informes de profesionales externos es una de las cuestiones clave relativas a la protección de inversores y accionistas. En concreto, la fiabilidad y exactitud de los informes de auditoría y la objetividad de las recomendaciones y análisis realizados por analistas financieros, bancos de inversión y agencias de calificación.

El correlato de esta exigencia de fiabilidad y exactitud tendría que ser el reconocimiento de una responsabilidad de estos agentes por la negligencia en la información facilitada al mercado, o en su comprobación, cuando aquélla se revela inexacta o incorrecta.

### **1.-Audidores.**

La Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero recoge una serie de limitaciones que deben cumplir los auditores con las que esta Comisión Especial manifiesta su acuerdo (v. especialmente el artículo 51 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre), si bien considera que en sus disposiciones de gobierno corporativo, las sociedades deberían especificar los sistemas de control de los contratos ajenos a la propia auditoría de cuentas que realicen estas empresas, así como la necesidad de su aprobación por la Comisión de Auditoría y Control, y el reflejo de las mismas en la memoria anual.

### **2.-Analistas financieros y bancos de inversión.**

Los analistas financieros realizan análisis y recomendaciones sobre valores cotizados que pueden ser utilizados por inversores actuales y potenciales para sus decisiones de inversión. El principal problema que plantea la actuación de estos analistas viene dado por la vinculación de los mismos a entidades financieras que participan en operaciones de asesoramiento financiero y estratégico para las mismas sociedades que son objeto de análisis, lo que podría influir en las opiniones de los analistas.

Por ello, resulta necesaria una regulación de dichas actividades y del acceso a la profesión que garantice la transparencia e independencia de las opiniones y recomendaciones de los analistas.

Respecto a la transparencia, se recomienda introducir en los informes de análisis una declaración que incluya a título enunciativo, pero no limitativo, las siguientes menciones explícitas:

- Que los puntos de vista expresados en los informes de análisis reflejan la opinión personal del analista sobre la entidad y sus valores;
- Que la retribución del analista no está vinculada al sentido de la recomendación contenida en dicho análisis;
- La participación, en su caso, que la entidad financiera para la que trabaja el analista haya tenido en operaciones de aseguramiento y/o oferta de valores de la sociedad objeto del informe en los doce meses anteriores a la publicación del mismo;
- Las compensaciones que, en su caso, la entidad financiera hubiera recibido por los servicios de asesoramiento financiero prestados a la sociedad objeto del análisis en los últimos doce meses anteriores a la publicación de dicho informe;
- La vinculación accionarial, directa o indirecta, así como la representación en los órganos de gobierno de la sociedad objeto del análisis por parte de la entidad financiera;
- La indicación, dentro del universo de valores que cubre dicho analista financiero, del reparto porcentual de las recomendaciones de sobreponderar, mantener e infraponderar.

Respecto a la independencia, a título enunciativo pero no limitativo, se recomienda la adopción de las siguientes medidas que inciden en las relaciones entre los analistas y las entidades financieras para las cuales trabajan:

- Debería existir separación física y de flujo de información entre los departamentos de análisis y de asesoramiento. Estos departamentos deberían depender, a todos los efectos, de direcciones generales distintas;
- No debería existir una revisión del informe, previa a su publicación, por parte de los profesionales del departamento de asesoramiento de la propia entidad financiera ni por parte de la sociedad objeto del informe;
- Deberían aplicarse restricciones a las posibles operaciones de compraventa del analista respecto de las acciones de la sociedad objeto de su estudio;

- La retribución del analista financiero debería fijarse en función solamente de las actividades desarrolladas por el departamento del que forme parte, desvinculándola de las actividades realizadas por otros departamentos dentro de la entidad financiera.

Las entidades financieras deberán dotarse de un conjunto de criterios de conducta que cubran aspectos tales como:

- Los plazos y situaciones durante los cuales no se podrán publicar informes sobre determinadas entidades;
- Las situaciones en las que la entidad financiera tendrá que imponer restricciones de actividad a departamentos sobre determinados valores;
- Las restricciones de compraventa de valores a ciertos profesionales en determinados casos, así como imposición de procedimientos internos de aprobación para esas operaciones;
- La no participación del analista financiero en reuniones de la entidad financiera con los órganos de administración de las sociedades analizadas.

En cualquier caso, dado que la gran mayoría de los bancos de inversión tienen carácter internacional, deberá prestarse atención a las medidas que se están adoptando en otros países.

Los bancos de inversión deberían aprobar y hacer públicos sus propios códigos de conducta orientados a la separación lo más clara posible de sus servicios de análisis y de asesoramiento, a desvelar y cuantificar al mercado las circunstancias, relacionadas con la sociedad considerada, que pudieran interferir en su independencia de criterio.

### **3.- Agencias de calificación.**

Las agencias de calificación facilitan la evaluación, por los operadores del mercado y las autoridades de supervisión, de la solvencia de los deudores potenciales y de los valores de los distintos emisores. Las calificaciones proporcionadas por las agencias especializadas superan las asimetrías de información y permiten a los operadores del mercado ahorrarse el coste de estudiar un gran volumen de información financiera. El suministro de calificaciones precisas y fiables se ha convertido en una cuestión de gran importancia para el mercado y de interés para la política económica. Por lo tanto, se hace necesario, entre otros aspectos:

- La identificación de aquellas actividades profesionales que puedan vulnerar la independencia del analista.
- La identificación de las actividades incompatibles.
- La imposibilidad de contratación, por parte de las sociedades estudiadas, del analista responsable del informe durante los dos años posteriores a la emisión del mismo.
- El desglose de los honorarios percibidos por todos los conceptos.
- El establecimiento de un régimen sancionador, en la medida en que sus conductas no estén ya cubiertas por las normas del mercado de valores.

Al igual que en el caso de los bancos de inversión, e incluso con mayor motivo, ha de destacarse que la naturaleza esencialmente multinacional de las empresas dedicadas a la calificación de riesgos hace que el esfuerzo de someter a estas sociedades a normas de conducta pueda ser ineficaz si no existe una armonización internacional de su regulación.

## **VI.- ALCANCE DE LAS PRESENTES RECOMENDACIONES**

### **1.-El principio de la autorregulación.**

Al articular el conjunto de medidas anteriormente expuesto, la Comisión ha querido situarlas, como recomendaciones dirigidas ante todo a las propias empresas objeto de este Informe, en el ámbito de la autorregulación.

- En primer lugar, para cumplir fielmente el mandato constitutivo de esta Comisión para el estudio de los “criterios y pautas” –no otra cosa son las recomendaciones- a que “deben someterse las sociedades emisoras de valores e instrumentos admitidos a negociación en los mercados organizados en sus relaciones con los consultores, analistas financieros y las demás empresas” que las asisten o prestan servicios e intervienen en los mercados, de acuerdo, por otra parte, con el también afirmado carácter técnico de esta Comisión, sin competencia para legislar, regular o proponer disposiciones de tal naturaleza.
- En segundo lugar, porque se ha querido facilitar la línea de continuidad con las recomendaciones del Código Olivencia, que no sólo han cumplido un importante papel en la conformación histórica de un modelo pionero de gobierno corporativo, sino que la mayor parte de sus principios siguen teniendo vigencia e informan las presentes recomendaciones, que las desarrollan, precisan y complementan, salvo en aquellos puntos concretos en que la reflexión sobre las actuales necesidades de las sociedades y los mercados, junto a la propia experiencia en la observancia de aquel Código, aconsejan soluciones diversas.
- Y en tercer lugar, por 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.

Los principios de buen gobierno corporativo -como los descritos anteriormente- pueden tener, como principios básicos, un amplio ámbito de aplicación. Sin embargo, su concreción en medidas específicas puede resultar adecuada en algunos casos e inadecuada en otros, y no puede generalizarse sobre la conveniencia de su implantación. Aquellas medidas que pueden ser válidas para una empresa en un país determinado, pueden no serlo para otra empresa, incluso dentro del mismo país o sector. La historia, el origen, la estructura accionarial y los valores corporativos de cada empresa tienen un papel en la determinación de sus códigos propios de buen gobierno. Lo más importante es que cada empresa efectúe las reflexiones pertinentes sobre el modo de concretar aquellos principios en medidas específicas y que explique a los inversores las razones para hacerlo de un modo o de otro. Por tal motivo, esta Comisión se inclina por exigir a las empresas la máxima transparencia en el uso y difusión de la información, y por fomentar la autorregulación en la concreción de sus disposiciones de gobierno corporativo. La autorregulación se apoya en dos pilares, que son el marco ético de la dirección de empresas y el principio de transparencia. Por consiguiente, la autorregulación coloca a las empresas ante el deber de informar constantemente sobre el modo de enfocar los asuntos relativos al gobierno corporativo y a las razones para hacerlo de un modo u otro.

Las empresas pueden, en virtud del poder de autorregulación de que disponen dentro del marco legal existente, incorporar a su régimen de gobierno corporativo las recomendaciones que consideren oportunas y en la forma que estimen más conveniente, esto es, incorporándolas a los Estatutos, en forma de Código o principios de buen gobierno, o estableciendo reglamentos específicos para la Junta General o el Consejo de Administración.

Los poderes públicos pueden hacer el uso que consideren oportuno de las recomendaciones contenidas en este Informe, formulando las propuestas legislativas o reglamentarias que estimen convenientes.

Naturalmente, también quienes participan en el mercado pueden tomar nota de las medidas propuestas a la hora de decidir sus actuaciones en relación con las entidades que operan en él.

## **2.-La conveniencia de un soporte normativo adicional.**

La anterior apreciación no es óbice para que esta Comisión advierta que, como se indica en el propio texto del Informe, algunas de las recomendaciones que formula tendrían un más adecuado soporte con una regulación heterónoma que contuviese mandatos cuyo cumplimiento no dependiera sólo de la libre y voluntaria determinación de la empresa afectada. Entre otras, destacamos las siguientes:



- i. Los deberes básicos de información y transparencia en materia de gobierno corporativo, comprendiendo la obligación de dar una explicación razonada de la desviación, por parte de la sociedad, respecto de las recomendaciones de buen gobierno o de los propios criterios que en esta materia haya adoptado y publicado, así como en materia de información financiera y de gestión.
- ii. La definición y régimen de los deberes de lealtad y diligencia más allá de la actual “diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal” (art. 127 de la Ley de Sociedades Anónimas), especialmente en el ámbito de los conflictos de interés, tanto en las sociedades cotizadas como en los restantes agentes del mercado que se consideran en este Informe.
- iii. La obligación de dotarse de un conjunto de disposiciones en materia de gobierno corporativo que comprendan, al menos, lo que a lo largo de este Informe se ha considerado propio de un Reglamento del Consejo de Administración, así como de un Reglamento de la Junta General, integrando o complementando, según se estimara procedente, los Estatutos sociales.

La Comisión no quiere concluir sin llamar la atención sobre la necesidad de un comportamiento ético por parte de todos los sujetos a los que se refiere este Informe para orientar tanto la función de autorregulación de sus conductas como la observancia de las normas que en cada momento sean aplicables o el seguimiento de las recomendaciones que se formulen. Sólo así, en el marco de los principios y valores que la Constitución proclama, se puede lograr el equilibrio y la tutela efectiva de los distintos intereses concurrentes en el adecuado desarrollo de los mercados financieros.