

**“El Gobierno y la transparencia de las sociedades mercantiles
en una economía global”**

Conferencia del Presidente de la CNMV, Juan Fernández-Armesto en la
apertura
de la IV Jornada de las Conferencias “10 AÑOS DE REFORMA
MERCANTIL EN ESPAÑA”,
organizadas por el Colegio de Registradores de la Propiedad y
Mercantiles de España.

(Madrid, 30 de septiembre de 1999)

Me van a permitir Vds. que comience con una falta de educación: proponiendo una reforma del título de estas Jornadas. No debería ser 10 años de Reforma Mercantil en España, sino más bien “La reforma mercantil en los próximos 10 años”.

Hay dos razones que justifican esta necesidad de continua reforma:

1. La velocidad del cambio tecnológico y social que estamos viviendo. Ejemplo: las bolsas han pasado en apenas diez años
 - de ser instituciones públicas, propiedad de sus miembros, en las que se negociaban valores a viva voz,
 - pasando por mercados virtuales electrónicos aún en manos mutualistas,
 - hasta convertirse hoy en empresas independientes de tecnología y de internet, que no disponen de monopolio, sino que compiten con otras muchas, ofreciendo sus servicios a las empresas.

2. La competencia creciente entre ordenamientos jurídicos: efectivamente hemos creado un gran mercado europeo, pero estructurado en quince sistemas jurídicos y en quince sistemas de supervisión.

La consecuencia de un mercado y pluralidad de estructuras jurídicas es que se está produciendo una competencia entre sistemas jurídicos, y se está dando a los empresarios la posibilidad de realizar un arbitraje entre sistemas.

Ejemplos:

- Obligaciones emitidas en el exterior y colocadas en España.
- Participaciones preferentes emitidas por filiales de empresas españolas y colocadas en España.
- Sociedades extranjeras que negocian en la bolsa española, teniendo su principal negocio en España.
- Sociedades españolas que no cotizan en la bolsa española, sino que lo hacen exclusivamente en bolsas extranjeras.

En este marco de competitividad es especialmente importante que la legislación mercantil satisfaga las necesidades y exigencias de sus usuarios: de los empresarios.

No estoy abogando por una legislación liberal a ultranza, que se desinhiba de la seguridad jurídica o de la protección de los inversores. En forma alguna debemos crear un puerto de arrebatacapas jurídico. Pero sí es imprescindible:

- Búsqueda de la reducción de costes de transacción.
- Supresión de requisitos formales que no añaden a la seguridad jurídica.
- Actitud mucho más amistosa de la legislación, facilitando su aplicación a las empresas.
- A cambio: mayores niveles de responsabilidad.
- Mayor eficiencia en la defensa de los derechos de los perjudicados.
- Traspaso de funciones extrajudiciales que ahora realizan los tribunales a otras instituciones que las pueden ejercer con mayor eficacia.

Estoy abogando por un cambio de actitud en la forma de proteger los derechos individuales: debemos abandonar el requisito formal como estructura básica de protección de esos derechos y buscar un sistema con mayores libertades de actuación para los empresarios, y a cambio con mayores niveles de responsabilidad y mayor eficacia en el ejercicio de las acciones para exigir esa responsabilidad.

También creo que es imprescindible diferenciar por categorías. Dar a cada uno lo suyo. Separar nítidamente el régimen de las sociedades

cotizadas y de las no cotizadas. La problemática entre unas y otras es totalmente diferente. Los intereses en juego también. Las exigencias de transparencia también. Sería positivo que al margen de la normativa general mercantil aplicable a todas las sociedades, existieran exigencias específicas para las sociedades cotizadas. Recogidas en el Reglamento que establece los requisitos para poder cotizar en bolsa.

* * *

No basta con fijar los objetivos de la reforma. También tenemos que reformar procedimiento para reformar las normas. Nuestra práctica actual está lastrada, peca de ser un sistema *top down*, de arriba abajo: la academia o administración impone al empresario la normativa.

El sistema debería ser mucho más *bottom up*, surgir de la sociedad civil, en forma de informes, libros blancos, propuestas, que sean asumidas por el legislador a través de un sistema flexible y fluido.

También tenemos que insuflar mayor eficiencia y profesionalidad a todo el proceso, para que los proyectos no se estanquen indefinidamente y para que su redacción final presente altos niveles de perfección técnica.

* * *

No debemos apostar únicamente por la reforma legislativa. No es el único camino. Las sociedades cotizadas y las sociedades sujetas a supervisión no se rigen únicamente por la norma. Existe la posibilidad de influir sobre su comportamiento a través de lo que se conoce como *soft law*. Recomendaciones que se plasman bien en códigos voluntarios o bien en escritos del supervisor. Recomendaciones que no son obligatorias. Recomendaciones, sin embargo, razonables, que las empresas asumen y adaptan a sus propias circunstancias.

Una manifestación del *soft law* son las cartas circulares de la CNMV. No son normas, son simples misivas que sirven para interpretar el contenido de conceptos normativos, para realizar recomendaciones y para informar de la política que con carácter general la CNMV va a

seguir frente a determinados acontecimientos. Es evidente que las cartas circulares nunca pueden tener la consideración jurídica de fuente normativa del derecho - para dictar normas la Comisión tiene procedimiento previsto en el artículo 15 de la Ley del Mercado de Valores. Por supuesto no pueden agravar deberes ni tipificar infracciones ni sanciones.

Su finalidad es incrementar la seguridad jurídica al dar publicidad a interpretaciones, criterios, actuaciones, recomendaciones que la Comisión realiza en el ejercicio de sus facultades ejecutivas de supervisión.

En realidad son un instrumento de autovinculación (“*selbst bindung*”) de la administración. Al divulgar el criterio que sigue en la adopción de sus actos, informa de la existencia de un precedente, que obliga a la motivación de cualquier acto posterior que se aparte de él. Además, las cartas circulares sientan las bases para la necesaria igualdad de los ciudadanos ante la ley, pues una vez sentado un criterio en la carta circular, si la Comisión se aparta de él, podría estar vulnerando el principio constitucional de igualdad.

Las cartas circulares no son una práctica exclusiva de la supervisión española, sino que son un instrumento que con pequeñas diferencias y con otra denominación, emplean con éxito la mayor parte de las comisiones de valores de nuestro entorno. La COB francesa usa el *recrit boursier*, la FSA inglesa elabora *guidance notes*, la SEC americana recurre con frecuencia a los *interpretative releases* y los *policy statements*. Son todos manifestaciones de una misma necesidad y de un mismo instrumento para colmarla.

Otro instrumento de *soft law* es el Código de Buen Gobierno.

Es preciso reconocer que el régimen de administración de las sociedades cotizadas en España generaba una amplia insatisfacción en la sociedad y los mercados. Además, los analistas denunciaban una falta de sincronía entre las prácticas españolas y las que se exigían en los mercados internacionales.

Ante esta situación, es de sobra conocido que el Gobierno desechó la vía de un cambio legislativo, y optó por la promulgación de una norma blanda. En 1997 el Consejo de Ministros creó una Comisión para redactar un Código de Buen Gobierno, que fue aprobado en 1998.

Desde finales de julio pasado a través de la web de la CNMV se puede conocer el grado de aceptación y aplicación del Código de Buen Gobierno entre las empresas cotizadas.

Según los datos, en la actualidad, un total de 36 sociedades cotizadas ha publicado un Reglamento del Consejo de Administración, lo que supone un 25,17% del total de compañías que cotizan en el mercado continuo y el 31,43% de las que componen el Ibex 35. Por volumen de capitalización bursátil, las sociedades que han adoptado un Reglamento del Consejo de Administración representan el 40,07% del mercado continuo y el 45,42% del Ibex 35.

En cuanto a la información anual sobre la asunción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno, un total de 66 sociedades - 25 del Ibex 35 - ha informado a través de sus cuentas anuales, memorias o hechos relevantes sobre la asunción del Código. Las 66 sociedades representan el 46,15% del total de sociedades que cotizan en el mercado continuo y el 71,43% de las compañías incluidas en el Ibex 35. Por capitalización, suponen el 81,13% del mercado continuo y el 87,93% del Ibex 35.

Hay que reconocer, sin embargo, que la calidad y la amplitud de la información presenta notables diferencias.

Con todo, creo que los datos son razonablemente satisfactorios. Confirman que el camino emprendido es el correcto. Confirman que los empresarios españoles son conscientes de la importancia que los inversores atribuyen a una gestión transparente y ajustada al Código de Buen Gobierno.

El mercado es sin duda el mejor juez para apreciar la eficacia de un régimen de administración. En la medida en que exista transparencia, y los inversores puedan conocer y valorar las pautas de gobierno, no hace falta una intervención imperativa del legislador. Al revés: ésta podría ser contraproducente, al imponer a todas las empresas un mismo patrón de administración, que para algunas puede no ser apropiado.

Cuando el mercado de capitales dispone de un sistema institucional sólido - de órganos de supervisión adecuados y de pautas de conducta consolidadas - no parece oportuno estandarizar unas determinadas reglas de gobierno, que pueden petrificar el *statu quo*, impedir la

innovación y retardar la incorporación al acervo español de tendencias que se consolidan en otros mercados.

En estos casos, lo que procede es una intervención más procedimental que sustantiva, dirigida básicamente a incrementar la transparencia. Ya se sabe que la luz y los taquígrafos son los mejores vigilantes del fraude. Lo único que está justificado, es establecer a cargo de los emisores deberes de información sobre sus reglas de gobierno detallados y precisos.

El criterio general anterior no es incompatible, sin embargo, con alguna intervención legislativa de corte sustantivo. La legislación española no ha codificado legalmente los deberes fiduciarios de lealtad y defensa del interés social de los administradores y los accionistas significativos. Estoy pensando en los deberes relativos a la fijación de retribuciones, control de operaciones vinculadas, blindaje frente a las tomas de control, exclusión del derecho de suscripción preferente. Sería positivo para la eficacia e integridad del mercado que el ejercicio de estos deberes fiduciarios en las sociedades cotizadas se regulara. La regulación no debería conducir tanto a establecer una prohibición de ciertas operaciones, que en muchos casos están justificadas financieramente, cuanto a someterlas a controles procedimentales y dotarlas de mayor transparencia.

* * *

Otro área en la cual creo que es necesaria una reforma legislativa, es el área de la autocartera.

La CNMV ha dedicado especial atención, a lo largo del año pasado, a la utilización de la autocartera por las empresas cotizadas. La ley española - a diferencia de muchos otros ordenamientos - permite a las sociedades cotizadas comprar y vender acciones propias hasta un 5% de su capital.

La autocartera puede ser muy útil para proporcionar liquidez a valores poco profundos y para arbitrar políticas financieras altamente beneficiosas para los accionistas. Sin embargo, una autocartera mal gestionada puede producir distorsiones en el precio de la acción y tratos discriminatorios entre accionistas.

Para evitar que esto ocurra, la CNMV publicó el año pasado orientaciones a las compañías para aclarar en qué casos el supervisor entiende que no se producen manipulaciones. Esta medida no es suficiente. Creo que ha llegado el momento de replantear una reforma más amplia del régimen de autocartera. Reforma que esté en línea con las prácticas de otros países europeos. Reforma que refuerce las virtudes y reprima los defectos del uso de autocartera.

Las líneas maestras de la reforma deberían incluir:

- mantenimiento general de la licitud de operaciones de autocartera con el límite del 5% del capital, como tope para adquisición de acciones propias;
- asunción de mayor responsabilidad por el Consejo de Administración de la empresa, que debe fijar los programas concretos de compraventa y sus objetivos;
- reforma del actual régimen de información, de manera que el mercado conozca en cada momento los programas en vigor, y el volumen de acciones en autocartera;
- especiales cautelas en la creación de derivados sobre las propias acciones;

La reforma se debería articular creando un régimen específico para las empresas cotizadas.

* * *

Existe finalmente otro área en la cual estimo que la reforma legislativa sería importante, que es en el área de la prohibición de usar información privilegiada.

La prohibición de usar información privilegiada plantea, en todos los ordenamientos, problemas jurídicos serios. En todos surgen tensiones entre la demanda social de un mercado justo e íntegro, y el garantismo del *rule of law*. En todos el sancionador tiene que prevalecerse de la prueba de presunciones; sin ella es imposible desvirtuar la presunción de inocencia. En todos se plantean

dificultades para desmontar las estructuras fiduciarias de los inversores sofisticados.

En el ordenamiento español se suma otra dificultad: la aplicación práctica de la normativa provoca dudas hermenéuticas. En ciertas áreas la norma no es suficientemente clara, lo que dificulta enormemente su recta aplicación. Para facilitarla, haría falta una modificación de la LMV que clarificara al menos los siguientes aspectos:

- si existe un concepto diferente de información reservada, separado del de información privilegiada;
- si se exige un elemento volitivo específico de actuar a sabiendas, con conocimiento de que se está usando información privilegiada;
- si el tipo sancionador exige la reventa de los valores adquiridos, y la obtención de un lucro;
- cuándo ha de entenderse que una información pasa de ser genérica a ser concreta, en especial si se está planificando una determinada operación;
- cómo se coordinan las normas sancionadoras administrativas y los delitos tipificados en el Código Penal.

Con esto termino.

Quiero en mis últimas palabras felicitar al Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España por la iniciativa de organizar estas Jornadas. Los Registradores Mercantiles de España vienen realizando una tarea importante de mejora de los servicios que prestan a los empresarios españoles. Son un factor de seriedad y de seguridad jurídica importantes para el buen funcionamiento del sistema. Creo que de las reformas que se han venido realizando en las normas y sobre todo en la práctica del Registro Mercantil en España, nos pueden servir a todos de ejemplo para actuar en el futuro.