

## **Reglas básicas para descubrir el buen gobierno**

Que existían deficiencias en la gobernancia de las grandes empresas europeas, es algo que todos los estudios habían denunciado. Y una serie de escándalos durante la década de los 90 (Guinness, Metallgesellschaft, Banesto ...) habían confirmado empíricamente el diagnóstico. Como reacción, primero en Inglaterra y después en los restantes países europeos, surgió un amplio movimiento para reformar el sistema, sin modificar la legislación, mediante un instrumento novedoso: “normas blandas”, códigos voluntarios con recomendaciones y mejores prácticas. La iniciativa, al menos numéricamente, ha tenido un éxito indiscutible: desde 1997 se han promulgado en Europa nada menos que 25 códigos voluntarios de buen gobierno, entre ellos el Código Olivencia, aprobado por el Gobierno español hace ahora cuatro años.

Los Códigos se fueron promulgando en una época de efervescencia de los mercados, en la que parecía que las cotizaciones iban a subir indefinidamente hasta el infinito. En este ambiente, el buen o mal gobierno de las empresas era un aspecto secundario, y el impacto inicial de las recomendaciones fue más bien testimonial (quizá con la excepción de la Gran Bretaña, mucho más proclive a la aceptación voluntaria de “normas blandas”).

Las empresas españolas en su conjunto – con alguna honrosa excepción - recibieron el Código de Buen Gobierno con la misma escéptica resignación con la que los niños escuchan el catecismo. Nadie se opuso frontalmente a la iniciativa, pero muy pocas interiorizaron las recomendaciones y reformaron en profundidad su régimen de gobierno. La mayoría se limitó a definir a unos cuantos consejeros como independientes,

a crear alguna comisión del Consejo (en general la de auditoría) y a algún otro ajuste formal. Muchas incluso dieron un paso en la dirección opuesta y modificaron sus estatutos para blindarse contra posibles OPA's hostiles (por cierto con unánime respaldo de sus accionistas y sin reprobación por el mercado).

### **Los inversores**

Ha hecho falta una brutal caída de las cotizaciones, y varios escándalos en el extranjero imputables e imputados a deficiencias en los sistemas de gobierno y control, para que efectivamente ocurriera lo que los defensores de las “normas blandas” venían diciendo que tendría que ocurrir: los inversores, y en especial los poderosos inversores institucionales, se han percatado que una administración incorrecta puede destruir en horas todo el valor de una compañía. Las mejores reglas de buen gobierno, por supuesto, no pueden evitar que un equipo directivo, actuando con premeditación, arruine una empresa - pero sí pueden reducir significativamente el riesgo de que esto ocurra. De ahí que ahora ya no sea solo Calpers (el fondo de pensiones de los funcionarios de California, pionero en la exigencia de prácticas de buen gobierno) sino muchos otros inversores institucionales los que, a la hora de elegir entre un valor u otro, tienen en cuenta la calidad de la gobernancia.

El renovado interés de los inversores por estas cuestiones, y el miedo a invertir en entidades poco controladas y poco transparentes, ha producido en los últimos días un fenómeno inesperado: los dos principales bancos españoles, el Santander y el BBVA, han anunciado reformas importantes de su sistema de gobierno. La primera medida, y quizá la más trascendente, es la supresión en sus estatutos de las limitaciones de voto por

accionista y de las restantes medidas anti-OPA, que aún no hace muchos años habían introducido. Desaparece pues la principal barrera jurídica para el lanzamiento de una OPA hostil, barrera tras la que se podía parapetar el equipo de gestión para impedir una toma de control no deseada por un grupo rival. La decisión de ambos bancos es especialmente trascendente si se tiene en cuenta que una hipotética toma de control hostil no puede ser vetada por el Gobierno de la Nación (pues no dispone de “acción de oro”) ni prohibida por el Banco de España (excepto por razones prudenciales) - el resultado neto es que los dos bancos han aceptado someter la calidad de su gestión al mercado de control bursátil.

Y es interesante que en este trance ambos hayan optado, precisamente para defender la continuidad de su equipo de gestión, por reformar su estructura de gobernanza, aprobando un Reglamento del Consejo (en el caso del Santander) y unos Principios de Gobierno Corporativo (en el del BBVA), que recepcionan, casi al 100%, las recomendaciones del Código Olivencia.

Aceptado el Código Olivencia por las dos principales instituciones financieras, creo que veremos en los próximos meses un movimiento similar por todas (o casi todas) las grandes empresas españolas. El gran riesgo es que este proceso – tan positivo en sí mismo, y tan satisfactorio para los que han apostado por el Código Olivencia – se quede en un lavado de cara, en un simple maquillaje, en una aceptación formal de las recomendaciones. Sería un fracaso. Todos sabemos que una perfecta Constitución no garantiza una verdadera democracia. Y que cumplir formalmente con todas las exigencias del Código Olivencia, o de todos los demás códigos conjuntamente (o para el caso, de una ley formal) no garantiza un buen gobierno (y para prueba, *vide* Enron, que formalmente

cumplía los requisitos más exigentes – hasta el punto de tener un Código Ético de empresa - y que terminó en la mayor quiebra de la historia).

### **Criterios de calidad**

En esta situación ¿cómo puede un inversor diferenciar entre convertidos por conveniencia y conversos por convicción? ¿Entre empresas con un alto nivel de gobernanza, y otras que solo pretenden cubrir las formalidades? En mi experiencia, las preguntas claves que un inversor responsable no debe dejar de plantearse son al menos las siguientes:

- ¿Existen limitaciones de voto (p.e. una prohibición de que ningún accionista vote más del 10% del capital) u otras medidas estatutarias cuya finalidad es dificultar o imposibilitar una OPA hostil? Porque si existen, en situaciones de toma de control prevalecerán los intereses de gestores y accionistas de control, en detrimento de los restantes socios.
- ¿Existe un sistema eficaz de “*checks and balances*”, de forma que los poderes del primer ejecutivo se vean contrarrestados por los de otras personas? ¿Se han dividido las funciones entre un presidente no ejecutivo y un consejero delegado con plenos poderes? O si el presidente es ejecutivo ¿existe al menos un vicepresidente con la función institucional de liderar el grupo de consejeros independientes?
- ¿Cuán independientes son los consejeros independientes? ¿Tienen amistad manifiesta o intereses cruzados con los ejecutivos o con los accionistas de control? Todos los sistemas de buen gobierno descansan sobre un único pilar: la auténtica independencia de unos consejeros expertos y profesionales, cuya misión es defender los intereses de los

miles de accionistas que integran el capital flotante. ¿Cómo garantizar este objetivo? No hay fórmulas para medir los grados de amistad o la incidencia de conflictos de interés. Pero lo mínimo que un inversor debe exigir es que exista una definición clara y unos procedimientos reglados para elegirlos, y que esas reglas estatuyan con claridad que la propuesta de designación debe necesariamente partir de una comisión de nombramientos integrada únicamente por independientes, sin interferencia alguna de ejecutivos o socios de control.

- ¿Cuán amplios son los poderes de investigación que se reconocen a la comisión de control y a los consejeros independientes? ¿Pueden exigir documentos, interrogar empleados, contratar asesores, nombrar a los auditores externos, exigir informes? La importancia de estos poderes viene por vía indirecta, a través de un agravamiento de la responsabilidad: si los independientes los tienen, están obligados a usarlos, y si no lo hacen, incurrirán en responsabilidad. Evitar la responsabilidad *in vigilando* es el mayor acicate para que un consejero independiente cumpla fielmente con sus deberes.
- ¿Quién autoriza las operaciones vinculadas entre la propia sociedad y sus accionistas de control? ¿Participan en la decisión los consejeros que representan al accionista de control? ¿Se publican las operaciones individualizadamente? Los medios están dando mucha trascendencia a la publicación individualizada de las remuneraciones de los consejeros. El dato puede tener mucho morbo, pero para el accionista es secundario (pues ya sabe el coste total que le supone remunerar al Consejo en su conjunto). En cambio la publicidad de las operaciones vinculadas (a través de las cuales se pueden escapar cantidades ilimitadas de valor en

beneficio de los accionistas de control) es una cuestión mucho más trascendente y a la que, hasta ahora, se ha prestado poca atención.

- ¿Existe una norma interna, un Reglamento del Consejo, con valor jurídico, que codifique toda la estructura de buen gobierno, y las responsabilidades de los consejeros independientes? Uno de los principios del Código Olivencia es que – aún siendo voluntaria su aceptación - su implantación se tiene que hacer precisamente a través de un Reglamento del Consejo, una ley interna de cumplimiento obligatorio para todos, cuya trasgresión acarrea responsabilidad. Si la sociedad carece de Reglamento, todo indica que su asunción de las recomendaciones busca más bien cubrir el expediente, y no institucionalizar una verdadera división de poderes y una eficiente estructura de control.

Los principios están claros. Sobre ellos existe una rara unanimidad en todos los países y en todos los mercados. Ya solo quedan dos cosas: que los inversores los exijan, y que las empresas los cumplan. Y no solo en las épocas de vacas flacas, sino también cuando llegue la próxima burbuja. Que llegará.

Juan Fernández-Armesto