

Internet, información del accionista y desarrollo del sistema financiero

POR J. W. I. J.

Se plantea la problemática social y societaria que presenta Internet hoy como mecanismo idóneo de fomento de la transparencia corporativa, en beneficio de los accionistas, de otros grupos de interés empresarial y del mercado en general. En particular, se enfatiza en la opción de uso de nuevas tecnologías como medio impulsor de una nueva democracia accionarial participativa.

El uso de Internet como vehículo suministrador de conocimiento al socio sobre la situación de la sociedad de la cual es propietario no es una circunstancia más, típica y propia de la sociedad del conocimiento cibernético, sustitutiva de la sociedad tradicional de la información escrita o verbal. No se trata tanto ni sólo de agilizar la información servida al accionista por las sociedades, sino de la posibilidad de que aquél cambie su estatus de racionalidad apática o abstención razonable del ejercicio de sus derechos. Si hasta hoy se ha sostenido que la inhibición en el ejercicio de los derechos políticos por parte de los socios resultaba lógica, especialmente en grandes sociedades cotizadas, en la medida en que aquéllos carecen de poder decisorio real (no sólo económico, en manos de los accionistas significativos o de referencia, sino de comunicación, por la dispersión física, geográfica y material del capital) hoy puede sostenerse que Internet puede canalizar un ejercicio más eficiente de los derechos políticos, tanto los de asistencia y voto en junta, como el de información, en un sentido amplio, no sólo circunscrito al campo jurídico societario tradicional de la información referente a la junta general, sino en el más extenso de la participación del socio en la vida social. Internet y las comunicaciones telemáticas podrían servir, entre otros extremos, de elemento aglutinador a bajo coste de las voluntades divergentes o discrepantes del pequeño accionariado respecto a la gestión social y su control. Si por motivos económicos el accionista no podía acceder a bajo coste a la información societaria, Internet le brinda a coste mínimo toda aquella que la ley imponga a los gestores, más la que éstos voluntariamente decidan servir públicamente; además, las herramientas de comunicación telemática permiten también al socio sobreponerse

al problema de aislamiento físico o espacial respecto de otros accionistas, organizando alternativas de gobierno corporativo en caso de ineficiencia o incompetencia de la gestión social de los administradores, o de simple discrepancia o distanciamiento respecto de ésta.

Desarrollo del derecho de información y desarrollo del sistema financiero

Las páginas corporativas consultables en la red Internet, y su correo electrónico, piezas del uso cotidiano empresarial adscritas a lo que, sólita y asaz difusamente, se designan como *nuevas tecnologías de la sociedad de la información* (1) constituyen un soporte idóneo para la comunicación eficiente entre quienes gobiernan las sociedades (administradores, jurídico-formalmente) y sus accionistas (propietarios).

En el caso de las empresas cuyos títulos representativos del capital se trasiegan en mercados organizados, la eficiencia comunicativa compone en España hoy algo más que un principio político y social programático, una aspiración sentida largamente o un enunciado moral desiderativo. Sencillamente, la Ley 26/2003, no casualmente designada «de transparencia» o «para la transparencia» de las sociedades cotizadas, optaba en julio de 2003, a instancias de un plantel nutrido de juristas y expertos en *corporate governance*, por dar el salto hacia la coerción normativa de lo que, sólo unos meses antes (8 de enero de 2003, momento de publicación del conocido *Informe Aldama*), formulábase como catálogo de recomendaciones, cuyo cumplimiento y modulación, en cada firma, se dejaban al albur voluntarista del correspondiente núcleo de altos gestores corporativos. Pronto se vio, como aguda y tempranamente advertía uno de los miembros del Comité Aldama en sus intervenciones públicas, el profesor Sánchez Calero, que era necesario, junto con el fomento de la transparencia, su exigencia legal en forma de mínimos imperativos.

Sólo por citar alguna de las innovaciones legales más controvertidas en el inventario (y hasta en el imaginario) mediático especializado, económico o jurídico, recordaré la obligación, ya en vigor e incumbente a las entidades cotizadas, de informar a sus socios (2), vía Internet o por otro medio cibernético o telemático idóneo, acerca de todos los extremos que la legislación societaria (señaladamente, la Ley de Sociedades Anónimas, recompuesta ad hoc) y la regulación del sistema financiero (en particular, Ley del Mercado de Valores (3)) les impelen a difundir en aras del objetivo general de la transparencia informativa.

Dicho de otro modo: las sociedades cotizadas deben informar por Internet de que cumplen sus obligaciones societarias (para con los socios) y de mercado (para con el público en general, potenciales inversores), haciendo transparente el cumplimiento de, entre otras, sus obligaciones de transparencia. Y esto supone un hito en la evolución de nuestro sistema financiero, del que ahora debe predicarse, junto con la nota de eficiencia, la de transparencia, siquiera legal o formal.

Entre las más debatidas y conflictivas de estas informaciones se cuentan los contenidos propios del nuevo informe anual de gobierno corporativo, genuina piedra de toque del nivel actual de transparencia alcanzado por los emisores de títulos negociables en Bolsa, donde se han de explicar la estructura de propiedad, control y administración de la sociedad, el

funcionamiento de los órganos sociales (Junta de socios y Consejo de Administración), las operaciones o contratos trabados entre la sociedad y sus filiales y sus respectivos socios y administradores (vinculados, en el argot), los sistemas de control del riesgo adoptados por los gestores, o el grado de desviación incurrido por la sociedad entre sus códigos o reglamentaciones internas de buen gobierno (códigos éticos o de funcionamiento de cada Consejo) y los estándares universales propuestos en las recomendaciones auspiciadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Informes «Olivencia» febrero de 1998 y «Aldama» enero de 2003). Desviación sólo justificable, según la Ley de Transparencia, desde los presupuestos de la socorrida regla *comply or explain*, bajo cuyo palio pueden ampararse desde prácticas corporativas legítimas y justificables hasta otras inadmisibles, ilegales o de oscura interpretación desde la óptica de los derechos de los accionistas, con tal de que la empresa sea transparente y comunique sus prácticas de gestión.

Llegado este punto, parece necesario recordar que el desarrollo de la transparencia en el sistema financiero, que se supone condición de la supervivencia del propio sistema y de su desarrollo, en su versión contemporánea, va aparejado al desarrollo del derecho de información (societario o del socio). Naturalmente, los deberes normativos de difusión telemática de datos que pesan sobre nuestras mayores empresas no resultan en absoluto incompatibles, sino que más bien se complementan, con el recto ejercicio de las potestades o facultades de informarse que el accionista ostenta y que conforman parte sustancial de su derecho político básico como socio o miembro de la comunidad de propietarios de las acciones, es decir, el denominado derecho (societario) de información.

Aquí juega una componente bidireccional en el tráfico de datos corporativos, especialmente por vía informática. De un lado, las sociedades han de informar; a su vez, del otro, los socios pueden recabar datos. Flujo recíproco sólo inteligible en su dimensión plena si se considera que la imposición de deberes de difusión de datos a las sociedades propicia el ejercicio eficaz y eficiente del derecho de información del socio (4) y que, a un tiempo, éste tendrá interés racional en ejercerlo si se dan las condiciones óptimas de ejercicio. Condiciones que no se daban en las sociedades españolas antes del movimiento de reforma del gobierno corporativo de finales de la pasada década, y a cuyo establecimiento aspiran los preceptos vigentes en la materia (5), en consonancia con el objetivo general de *full disclosure* que orienta la Ley Financiera en 2002. Dicho objetivo se plasmó sobre todo en una mejora de las condiciones de conocimiento de la situación de los emisores por parte de los inversores, vía la imprescindible reforma del régimen de difusión de hechos relevantes o sensibles para las cotizaciones (6).

De esta suerte, Internet, junto con el correo electrónico, juegan como mecanismos cruciales para la recta y eficaz canalización de las informaciones que han de cruzarse los accionistas y la sociedad, y en particular, según veremos a continuación, sus delegados o grupos de representantes respectivos, que a la postre devienen de hecho tenedores o detentadores primarios y principales de interés (grupos de interés o *stakeholders stricto sensu*).

Grupos fácticos de interés en las sociedades cotizadas y cultura de la información

El núcleo de interesados en la buena marcha corporativa, por excelencia, reside en el accionariado. En las grandes sociedades de capital, sin embargo, sólo el accionariado *significativo o de control* posee intereses estables en una compañía, en la medida en que sus decisiones pueden ser tomadas en cuenta en la asamblea o junta general de accionistas o, por emplear el símil político constitucional, en tanto en cuanto su poder democrático se traduzca o se pueda traducir en gobierno efectivo en el órgano ejecutivo o ejecutor de las decisiones. Claro que, a diferencia del caso de las organizaciones estatales, en las organizaciones societarias presentan un acusado déficit democrático, en el sentido de que el órgano decisorio, la junta de socios, pese a su poder societario primigenio, no legisla, sino que se limita a decidir lo prelegislado o predispuesto por el órgano de administración, que no sólo ostenta el poder ejecutivo, sino el normativo ordinario, sin perjuicio de que permanezca en él el poder constituyente societario original, manifestado en los estatutos sociales, que en cualquier momento son modificables. De otro lado, ese déficit se agrava cuando los accionistas mayoritarios o de control poseen intereses enfrentados a los del accionariado minoritario, caso frecuente y normal no sólo debido a que el interés del socio minoritario se suele circunscribir al rendimiento bursátil o al dividendo del título, sino al alejamiento completo de éste respecto a las estrategias y proyectos vitales de la nave empresarial, particularmente cuando las decisiones del órgano de administración se supeditan a decisiones adoptadas, no ya por los mayoritarios o socios significativos de la sociedad, sino por los de otras sociedades dominantes en un grupo de empresas, donde el poder absoluto lo ejercen los administradores o socios de la matriz.

La cuestión se complica sensiblemente si, adoptando de nuevo la óptica del equilibrio de fuerzas en el ruedo político parlamentario, se repara en que quienes dominan las juntas y reuniones de los Consejos de la sociedad cotizada carecen habitualmente de oposición, al no estar instituido legalmente ni políticamente delimitado un espectro de partidos o tendencias contrarrestantes de la línea de gestión corporativa entronizada en cada momento (7). Acaso tal papel es jugado débilmente por ciertos inversores institucionales (gestores de fondos de inversión y de pensiones, especialmente), convenientemente fidelizados a una doble clientela de minoritarios partícipes de fondos, por un lado, y por otro, de institucionales de ocasión, vinculados temporalmente a una inversión de cartera por necesidades estratégica o de recomposición de sus activos.

La partida no estaría completa sin considerar aún una pareja típica adicional de jugadores, esta vez no propietarios de las acciones: los depositarios de valores, que son los bancos y entidades de valores adheridas a los sistemas de liquidación y compensación bursátil que administran los títulos depositados por los inversores, erigiéndose en pieza clave de una eventual gestión telemática del derecho de delegación de voto en las Juntas accionariales; y los intermediarios difusores de información significativa en el mercado financiero, considerados clave de la estrategia de colocación de valores y de su evolución posterior bursátil, en la medida en que modifican, y en su caso, torsionan, recomponen o, incluso, desfiguran los juicios de valor disponibles por los inversores inicialmente a partir de los datos publicados por la Comisión Nacional o por el emisor... en ambos casos, claro, por conducto telemático, siguiendo el nuevo paradigma de la información en tiempo real. Nos referimos, por descontado, a la pléyade de comisionistas, analistas, consultores, auditores y entidades del mercado capaces de formar opinión sobre los cambios o cotizaciones. Entre éstos, recuérdese, la *Sarbanes-Oxley Act* estadounidense de 2002 decidió incluir a periodistas y comunicadores profesionales especializados. Acaso con desacierto en el tratamiento legal, mas, sin duda, certeramente en lo

que respecta a su ineludible inclusión en la nómina de colectivos de interés en la situación de las empresas examinadas. A modo de condimento de cierre cabría aderezar el cuadro de interesados societarios incluyendo a las comunidades laboral, local y medioambiental que se proclaman ahora con denuedo los defensores del modelo universal de responsabilidad social corporativa.

Cuando el dueño de las acciones decide invertir o desinvertir fundadamente, precisa disponer de un cúmulo de informaciones que, pese a todos los esfuerzos precedentes de nuestro legislador, o de cualquier otro, incluyendo a las autoridades supervisoras de los mercados, resultan siempre incompletas o parciales. No sólo porque la mayoría de los pactos parasociales (no estatutarios, esto es, ajenos al pacto entre los socios y con la sociedad) y de las estrategias sobre operaciones corporativas de envergadura (lícitas o no, legales o no, legítimas o ilegítimas) resulten públicamente inconfesables merced a la dinámica misma del negocio, y ni siquiera porque, además, sea obviamente inabarcable la red de relaciones sociales que pueden tejer los agentes económicos y sociales que operan en la empresa, y que el inversor suele desconocer, cualesquiera que sean las obligaciones legales de transparencia. Sino, sobre todo, porque la mayoría de los datos que adquieren mayor relevancia en cada inversión (?relevantes? para la cotización, en el sentido legal) no provienen de la propia empresa emisora, y por tanto, ésta no podría ser compelida a divulgarlos, dado que, incluso, puede desconocerlos y, en todo caso, no le es moralmente exigible su control en la medida en que se trata de hechos ajenos, exteriores o exógenos. Sin embargo, algunos son fácilmente visibles o deducibles por el inversor del estado general de los mercados, siempre que se posea experiencia inversora y cierto conocimiento del mercado y del entorno económico o, alternativamente, se esté profesionalmente asesorado. Entre estas informaciones exteriores se cuentan aquellas que los analistas bursátiles técnicos denominan *momentum* o estructura estocástica de las series históricas; también, los datos que los analistas bursátiles económicos o *fundamentales* identifican con el riesgo genérico, inespecífico o general de mercado, radicalmente inimputable al concreto valor cuya idoneidad para invertir se enjuicia (por ejemplo, riesgos de involución social o de conflictos bélicos, coyuntura política nacional e internacional, estado de las macromagnitudes en el país donde se negocian los valores...). Como es natural, de todo ello se informa hoy por vía informática o cibernética, mas se trata de una información ajena al poder (y al deber) de disposición de datos del emisor, y por tanto, resulta irrelevante en el terreno normativo de la transparencia de las sociedades. Forma parte sustancial, en cambio, de un acervo universal de información cuyo dominio resulta imprescindible para el éxito de cualquier operador bursátil.

Cambio normativo para el ejercicio de derechos por el accionista y revolución sigilosa del accionariado

El reconocimiento de Internet como cauce legal válido de comunicación entre los socios y la sociedad (en la práctica y a la postre, entre socios y administradores) e, igualmente, entre la sociedad y la agencia o comisión estatal encargada de las labores de supervisión administrativa y vigilancia de los mercados de capitales, propicia, sin duda, un correcto ejercicio de los derechos políticos del accionista (información, voto en Junta y representación o delegación del propio voto, en síntesis).

Si hasta ahora los grandes emisores cotizados canalizaban su información general al público a través de dichas agencias supervisoras, poniendo a su disposición por vía telemática los hechos *relevantes* o sensibles para la cotización (así, aumentos de capital, opas, operaciones de cambio de control de capital o de cambio del gobierno empresarial o corporativo), ahora estas agencias o comisiones nacionales de valores, además de comunicar al mercado por su página web estos datos, obligan a la sociedad a difundirlos por la suya propia (8). Así, el accionista dispone de una doble vía de información telemática, la interna de la sociedad, seriamente reforzada en la travesía del llamado segundo movimiento de reforma del gobierno corporativo (9), y aquella otra, oficial, privativa de los organismos supervisores.

El imperio de la *World Wide Web* se asienta definitivamente, así, mediante su erección legal en instrumento primario de divulgación corporativa y societaria, y, de paso, en vehículo de control y supervisión al servicio de las Administraciones Públicas (10). Al menos, respecto a algunos hechos relevantes cruciales, entre los que debe destacarse el informe anual de gobierno corporativo, que permite al socio informarse de modo actualizado sobre el estado de todas las cuestiones que afectan al estado de la gestión o administración general de la empresa.

Pero, para un eficaz control del accionista (dueño-mandante) sobre las actuaciones de los administradores (gestores-mandatarios), no basta el ejercicio telemático unilateral de sus deberes informativos por parte de la sociedad. Es preciso también facilitar el ejercicio directo del derecho del socio a informarse por estos cauces, siguiendo el modelo bi-direccional previamente aludido. Ese ejercicio debe fundarse en el soporte de una ágil comunicación mediante correo electrónico, y en la buena fe de unos gestores que faciliten diligente y puntualmente los datos solicitados, en particular aquellos concernientes a la actuación del Consejo o sus Comisiones delegadas, y también a los asuntos que van a ser objeto de debate y aprobación en la junta de accionistas, una vez preparados o diseñados por los administradores.

Téngase presente que la convalidación legal universal (hoy no dada aún, pese a los avances comentados) de las comunicaciones sociales vía Internet y, en su caso, el correo electrónico (con uso de firma electrónica, caso de precisarse el aseguramiento de la procedencia del mensaje), facilitaría al socio la correcta disposición de sus derechos de asistencia y voto en junta, aliviando costes económicos y temporales, entre otros, de:

- publicidad de la convocatoria hecha por administradores en diarios de mayor circulación provincial (también cabría el anuncio telemático en esos diarios) (11);
- comunicación de la convocatoria excepcional hecha por socios titulares del 5 por ciento del capital;
- distribución de datos preelectorales, es decir, necesarios para formar opinión sobre los asuntos del orden del día que se votarán en junta (12);
- ejercicio de la facultad de agrupación de acciones entre socios para ejercer conjuntamente los derechos de asistencia y voto (13);

– ejercicio o delegación del voto sobre las propuestas referentes a puntos del orden del día (en esto nuestra legislación sobre transparencia ya convalida la delegación por cualquier medio a distancia que garantice la identidad del votante, siempre bajo previsión estatutaria) (14);

– petición de aclaraciones o datos precisos sobre los asuntos incluidos en el orden del día por los consejeros, y formulación de preguntas acordes, hasta el séptimo día anterior al de celebración de la junta.

De otro lado, el cambio normativo operado en Europa en la materia, todavía en proceso, facilita el asociacionismo accionarial, tanto en sentido estricto (asociaciones formalmente inscritas) como amplio (pactos de sindicación de voto o de delegación para una o más juntas, con participación frecuente de inversores institucionales). Mas, ante todo, promueve, en el epicentro de toda una sigilosa *revolución del accionariado* (15) tendente a hacer retomar al socio su condición de legítimo propietario en las empresas cotizadas, una oposición eficaz de los socios representados, cuando sea menester, a las políticas y estrategias de gobierno conducidas por los grupos de control del capital y a las correspondientes propuestas corporativas que presenten los administradores en las junta de accionistas. Señaladamente, cuando se formulen siguiendo sus designios propios, o apoyando en perjuicio de las minorías bursátiles los intereses de accionistas dominante o significativos, incluso cuando no ostenten de la mayoría del capital o del control del órgano de administración.

Conclusión: La disputa no resuelta entre dos paradigmas empresariales

El paradigma clásico de la empresa creadora de valor para los accionistas, pero sin los accionistas, a modo de neo-despotismo ilustrado del núcleo de administradores y socios de control, se halla en crisis. Claves ciertamente desencadenantes de ésta, a no dudar, son la proliferación fáctica y la implantación legal del uso de las herramientas tecnológicas de comunicación corporativa.

Es todavía arriesgado mantener que ese paradigma ha sido reemplazado por otro de empresa socialmente responsable, orientada a la creación de valor *uti universi*, sólidamente gobernada según orientaciones y estándares éticos digeribles sin empacho por la comunidad de *stakeholders*, y capaz de enfocar el empleo de las tecnologías nuevas de la comunicación hacia usos que fortalezcan la participación democrática del accionariado (vale hoy decir, de la ciudadanía) en el gobierno de las sociedades cotizadas. Sólo resta afirmar, con la debida cautela, que este itinerario técnico favorecedor de la democracia participativa en las grandes corporaciones ha arrancado con pertrecho legal consistente, haciendo fortuna social y mediática, habiendo ganado además el apoyo generalizado, aunque aún incipiente, del tejido empresarial español.