

CAPÍTULO 2

Tendencias y perspectivas internacionales del Gobierno Corporativo

Jaime Ponce Huerta¹

Director General del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)

1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL DEBATE SOBRE EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES
2. PRINCIPALES ÁREAS DE DEBATE RECIENTE
3. LA VANGUARDIA DE LAS REFORMAS: EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS
4. IMPULSOS DE REFORMA DE LAS PRINCIPALES INSTITUCIONES INTERNACIONALES
 - 4.1. Evolución de los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE
 - 4.2. Reformas en marcha en el marco de la Unión Europea
5. REFORMA DEL MARCO LEGAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA

1. En el momento de su colaboración en este trabajo, Jaime Ponce era Subdirector General de Legislación y Política Financiera, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, Ministerio de Economía y Competitividad de España. Fue miembro suplente de la Comisión de expertos de Gobierno Corporativo de España, creada de conformidad con la Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013.

1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL DEBATE SOBRE EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES

En los últimos años hemos asistido a una proliferación de iniciativas, a escala nacional e internacional, con carácter vinculante y en códigos dispositivos, relacionadas con las buenas prácticas de Gobierno Corporativo de las sociedades. La crisis financiera internacional ha incrementado este fenómeno y su protagonismo en las agendas de los principales foros de política financiera y mercantil. Existe un consenso generalizado en relación con dos hechos. De un lado, que las deficiencias en el Gobierno Corporativo han jugado un papel muy relevante en la génesis y el desarrollo de la crisis financiera. Y de otro, que la creciente interconexión mundial en los mercados de capital, junto con la actividad multinacional de sociedades de cada vez mayor dimensión, hacen indispensable el avance en la armonización de un marco internacional común de buenas prácticas de gobierno societario.

En efecto, las tendencias actuales de impulso del Gobierno Corporativo de las sociedades cuentan con ese doble motor. Como ya sucediera tras la «gran crisis» de los años 30 del siglo pasado, de nuevo es la inestabilidad financiera y sus devastadores efectos sobre la economía la que ha acelerado el curso de las aguas por las que evolucionaba la gestión de las más importantes compañías. Y de otro lado, se está intensificando la estandarización internacional de las pautas de gobierno de sociedades como fenómeno, en este caso, más original del proceso de globalización económica de las últimas décadas. Así, desde una perspectiva pública, son varias las organizaciones internacionales que trabajan en el fomento de principios globales de buen gobierno (ahí están los trabajos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] o La Unión Europea). Y desde la perspectiva privada, el desarrollo de los mercados internacionales de capital, donde se negociación los títulos de las grandes empresas globales, fomenta intensamente la armonización de requerimientos comunes de Gobierno Corporativo. En este sentido, son muy influyentes las pautas empleadas por los inversores institucionales, también ya de proporciones globales, para decidir su voto, asesorados por instituciones especializadas en el desempeño de esta labor (*proxy advisors*).

Pero el problema del control de las grandes sociedades es una cuestión histórica que tiene su origen en la estructura atomizada del capital, y en el imperfecto reparto de responsabilidades y funciones entre propietarios y administradores. Para comprender adecuadamente las tendencias actuales, conviene hacer un breve repaso a la evolución de los grandes debates jurídico-económicos que, históricamente, se han ido fraguando en torno a esta cuestión.

Se puede decir que el origen de la preocupación pública por la transparencia en el gobierno de las sociedades de capital surge en el siglo XIX, auspiciada por el liberalismo

inglés. Tras el fracaso del modelo de férreo control público y monopolio del empleo de la figura de las sociedades por acciones², el legislador británico impuso un cambio de paradigma, para tratar de otorgar a los accionistas todo el protagonismo y responsabilidad en la administración de la compañía y la correcta satisfacción de sus intereses. La vocación de protección del individuo y sus libertades en el plano político, se materializa en el derecho societario en este nuevo sistema de transparencia y autoprotección de los accionistas.

El siglo XX y el desarrollo definitivo de la industrialización trajo consigo el gerencialismo. Y con este las grandes corporaciones y la profesionalización de una función directiva especializada. Una actividad cada vez más compleja y alejada, en su ordinaria administración, de las capacidades de control de los accionistas. El crecimiento del poder de los gestores se convierte, entonces, en el rasgo común de la nueva época. A su vez, se van perfilando dos aproximaciones divergentes a los problemas de gestión de las sociedades. La primera, alemán-continental, representa la tendencia institucionalista que otorga completa personalidad jurídica a la sociedad, goza de una vocación fuertemente reguladora y de una visión muy amplia del interés social, que incluye a un amplio grupo de interesados (*stakeholder model*). Por su parte, el modelo británico-anglosajón impulsa la consideración contractualista de la sociedad de capital, considerada principalmente como un instrumento para la satisfacción exclusiva de los accionistas y, que por tanto, hace a las autoridades públicas replegar su intervención en esta materia, ante la consideración de que el juego de intereses entre los agentes debe conducir a las empresas a su más adecuado funcionamiento (*shareholder model*).

Fue, por tanto, la «*gran crisis*» de los años 30 la que desencadenó nuevas lecturas del papel que la dirección y gestión de las sociedades había desempeñado. Hubo quien consideró que la raíz del problema se hallaba en el excesivo poder de una junta de accionistas volcada exclusivamente en una satisfacción miope y, en algunas circunstancias, incompatible con el interés de la comunidad. Lo que procedía entonces era la configuración de un marco legal potente para que los administradores orientaran las sociedades hacia una conducta más respetuosa con el conjunto de agentes, también externos, afectados por su actividad. De otro lado, y en sentido diametralmente

2. Tras la experiencia nefasta de las crisis de las compañías coloniales que el propio Adam Smith atribuía al comportamiento especulativo de los administradores de las sociedades sin el debido control de los propietarios, la llamada *BUBLE ACT* británica (1720), declaraba directamente la nulidad de las actuaciones realizadas a través de sociedades constituidas irregularmente, sin autorización de la corona. «All undertakings ... presuming to act as a corporate body ... raising ... transferrable stock ... transferring ... shares in such stock ..., either by Act of Parliament or any charter from the Crown, ... and acting under any charter ... for raising a capital stock ... not intended ... by such charter ... and all acting ... under any obsolete charter ... for ever be deemed illegal and void.»

opuesto, el modelo anglosajón puso el énfasis en el impropio despojo de los accionistas de sus facultades como auténticos y últimos responsables de la entidad. Estos debieran simplemente delegar sus poderes en los ejecutivos sin que, en ningún caso, esas potestades pudieran emplearse sino para satisfacer el interés exclusivo de la propiedad, que a estos efectos se identificaba plenamente con la institución.

A partir de los años 70 se desencadena la última fase paradigmática sobre la dirección de sociedades. Con el desarrollo internacional de los mercados de capitales y la creciente influencia de la *Teoría económica de la empresa*, la tesis contractualista y desreguladora cobró su vitalidad definitiva. El mercado, desde su propia naturaleza de sistema de organización de los socios capitalistas, aparece como nuevo elemento disciplinador de la conducta de los directivos para alinearla con los intereses últimos de los accionistas. En última instancia, la autonomía de la voluntad de los diferentes agentes asignando recursos (trabajadores, proveedores, mercados de capital, otros acreedores financieros, clientes y, lógicamente, administradores y propietarios) operaría eficazmente sin necesidad de un nivel elevado de injerencia normativa. Estas nuevas «*fuerzas del mercado*» desencadenan una doble corriente en las actuaciones públicas en la materia³. De un lado, cobra un protagonismo central, entre las medidas de Gobierno Corporativo, el fomento de la transparencia. Entendida esta como la herramienta que diluye la principal dificultad en el «*mercado de gestión societaria*»: la asimetría de información entre agentes. Y la segunda, la maximización del respeto por la autonomía en la gestión discrecional de las entidades. De modo que, salvo evidencia operativa que requiriese ineludiblemente la imposición legal, la gestión de las compañías debe regirse por las reglas que se otorguen aquellas o les exijan, de un modo u otro, los mercados o sus contrapartes en el tráfico económico. A su vez, manifestación de esta doble tendencia es la aparición de una nueva y singular técnica de intervención regulatoria, no impositiva. Una nueva legislación *blanda* basada en las recomendaciones, cuya única herramienta coercitiva es, de nuevo, la publicidad. Es decir, la pura transparencia sobre la desviación de la conducta recomendada: el principio de «*cumplir o explicar*».

2. PRINCIPALES ÁREAS DE DEBATE RECIENTE

Del mismo modo que lo ya ocurrido hace cerca de un siglo, la reciente crisis económica ha tenido un impacto muy agudo, no solo en la regulación estrictamente financiera, sino específicamente en los principales paradigmas de reflexión histórica en

3. Adicionalmente, a partir del surgimiento de estas tesis que otorgan a los mercados de capital una capacidad muy relevante de ponderación de intereses en favor del mejor Gobierno Corporativo de las sociedades, se extiende la restricción del ámbito subjetivo de las normas de Gobierno Corporativo a las sociedades cotizadas y, en su caso, al conjunto de los emisores en los mercados financieros. Lo que es hoy la práctica más generalizada a nivel internacional.

torno al Gobierno Corporativo. Aunque continúen abiertos los debates entre los planteamientos más institucionalistas y reguladores y los más proclives a la maximización del valor de la acción y la autorregulación, conviene ir superando estas distinciones. Ni *shareholders theories* ni *stakeholder theories* sirven hoy para abordar en su complejidad total los problemas aflorados en los últimos años.

Muestra de lo anterior es que el debate suscitado durante los últimos años a nivel internacional no ha implicado una reconsideración fundamental o paradigmática del papel del Gobierno Corporativo. Las tendencias internacionales se han decantado, más bien, por la profundización o replanteamiento de materias específicas cuyas carencias se han manifestado de manera evidente. Los planteamientos recientes no optan claramente por una tendencia u otra sino que, en el caso a caso, tratan de impulsar reformas de una manera más posibilista, gradual y transversal.

Aunque resulta muy difícil extraer las principales áreas de interés en el debate internacional, en aras a realizar una síntesis útil para los objetivos de este trabajo, podrían destacarse por su importancia y consenso las tres materias siguientes:

En primer lugar, se mantiene la hegemonía de la *soft law* en la mayor parte de los organismos reguladores nacionales e internacionales. Se consagra la perspectiva de que la autonomía en la gestión de las sociedades junto con la disciplina de mercado, deben compensar adecuadamente los intereses en juego. Solo aquellos puntos que verdaderamente no puedan encontrar una solución en el marco de lo dispositivo, requerirán la intervención del imperio de la ley. Se trata, en definitiva, de una cuestión de medida, del grado de imperatividad de normas en relación con la autonomía de la voluntad. No se trata tanto de optar por un modelo u otro como de trazar los límites que los definan.

No obstante lo anterior, existe un consenso bastante extendido para evaluar con cierta severidad la utilidad de los códigos de buen gobierno y el principio de «cumplir o explicar» para impulsar su eficacia⁴. En torno a los códigos y este laxo régimen de control ha crecido un posicionamiento de las sociedades de frío y formalista

4. Es muy revelador a estos efectos el siguiente considerando de la parte expositiva de la norma prudencial europea de entidades de crédito (Directiva 2013/36/UE): «(53) *La debilidad del Gobierno Corporativo de una serie de entidades ha contribuido a una asunción excesiva e imprudente de riesgos en el sector bancario, que ha llevado al hundimiento de diversas entidades y a problemas sistémicos en los Estados miembros y a nivel mundial. El carácter sumamente general de las disposiciones en materia de Gobierno Corporativo y el hecho de que una parte importante del marco correspondiente, basada sobre todo en códigos de conducta voluntarios, no tuviera carácter vinculante no facilitó suficientemente la aplicación efectiva de unas prácticas razonables de Gobierno Corporativo por parte de las entidades. En algunos casos, la inexistencia de mecanismos eficaces de control interno dio lugar a una falta de vigilancia efectiva del proceso decisorio de la dirección, lo que favoreció la adopción de estrategias de gestión excesivamente arriesgadas y cortoplacistas. La indefinición de las funciones de las autoridades competentes en la vigilancia de los sistemas de Gobierno Corporativo de las entidades no permitió ejercer una supervisión suficiente de la eficacia de los procesos de gobierno interno.*»

cumplimiento que, en última instancia, evita que la sustancia de lo que se pretende recomendar cale realmente en las compañías. De ahí que sean varios los proyectos en marcha para fortalecer la supervisión efectiva y la calidad de la información de Gobierno Corporativo, en especial, cuando una sociedad decide apartarse de la recomendación consensuada al efecto.

En segundo lugar, hay una creciente preocupación por las remuneraciones de los administradores. Una materia sobre la que se ha generado además una importante alarma social⁵ derivada del reproche moral que han merecido los casos de incremento de retribuciones de los administradores en compañías o bien directamente en pérdidas (*reward for failure*), o en las que tanto el valor de la acción (reducción del valor bursátil) como el del conjunto de interesados en torno a la compañía (impago a proveedores) arrojaban unos resultados muy negativos. En esta materia se comenzó trabajando por la vía de la transparencia (*say on pay*), pero este cauce se ha mostrado claramente insuficiente. Ahora el camino abierto es el de incrementar el rol, como parece lo más elementalmente razonable, de la junta de accionistas, con carácter vinculante e indelegable.

El problema de fondo es tan sencillo como comprender el conflicto de interés que surge cuando los mismos que perciben la retribución son los que la fijan. En un marco, además, en la que no resulta nada fácil deslindar cuánto hay en la remuneración de justa satisfacción por el desempeño en favor de la compañía, y cuánto de práctica desproporcionada o directamente abusiva.

En esta área la regulación ha avanzado mucho en los últimos años, especialmente en el sector financiero. La creación obligada de comisiones del consejo especializadas en esta materia, la definición y modelización de estructuras salariales, la adecuada evaluación del desempeño, e incluso los límites legales de las retribuciones en función de los beneficios generados, son algunas de las nuevas pautas en esta materia⁶.

5. V. GORDON, «*Say on Pay*», p. 3, *quien recupera la siempre efectiva relación entre la retribución media de un trabajador y la del consejero delegado de las sociedades cotizadas norteamericanas: de 1 a 20 en la década de los años 50 del siglo XX, hemos pasado a 1 a 350. En este mismo sentido, por ejemplo, la industria financiera norteamericana destinó un total de 33.000 millones de dólares en el año 2007 a los directivos de sus instituciones*; v. LANDY, H., «*Growing Sense of Outrage over Executive Pay*», 15 de noviembre de 2008, disponible en www.washingtonpost.com.

6. En Reino Unido la política de remuneraciones queda sometida al voto vinculante de la junta de accionistas cada tres años, tal y como establece la *Enterprise and Regulatory Reform Act*, que entró en vigor en octubre de 2013. En este mismo sentido, en España, como se comentará más adelante, se eleva a rango de ley el voto vinculante de la junta de accionistas sobre la política de remuneraciones de los consejeros. En EE.UU., la *Dodd-Frank Act* determina que se realice una votación consultiva al menos una vez cada tres años. Además, una vez cada seis años, la junta deberá votar la periodicidad (uno, dos o tres años) con la que se realizará dicha votación consultiva. Asimismo, en Reino Unido, la actualización que se está trabajando del *Corporate Governance Code* incluye otras cuestiones adicionales en materia de remuneraciones. Por un lado, la conveniencia de

En el caso particular de los países latinoamericanos, son comunes las normas de Gobierno Corporativo relativas al control de la política de remuneraciones. Se refieren fundamentalmente a dos materias. En primer lugar, a la difusión con claridad y transparencia, y bajo el control de la Junta de accionistas, de la información relativa a todos los componentes relevantes de las políticas de remuneraciones de los consejeros⁷. Y, en segundo lugar, al establecimiento de ciertos límites legales a las retribuciones, normalmente, en función del beneficio de la entidad⁸.

El incremento de la independencia y profesionalización del órgano de administración es otra de las tendencias actuales. Sin proclamar la preferencia por un modelo dual (separación de las funciones de vigilancia y administración) o monista, se están planteando diversas medidas para mejorar la autonomía de criterio de las sociedades. En este sentido, las figuras de los consejeros independientes, con todas sus complejidades, cobran creciente importancia en los consejos de las entidades como contrapeso del sesgo analítico que todo órgano de administración tiene hacia las posiciones presentadas por los altos ejecutivos. En esta misma materia, se avanza también a través de la mejora en la selección de consejeros, en el fomento de la diversidad de criterio en los consejos, la evaluación continua y externa del desempeño y la reducción de los plazos de mandato. Por otro lado, también crece el interés en los últimos años en el fomento de la especialización y profesionalización de los administradores encargados de evaluar los riesgos de todo tipo a los que se enfrenta la compañía. Ya no solo las funciones de auditoría, sino el análisis estratégico de otros riesgos como los operativos, fiscales⁹, tecnológicos, reputacionales,

que los consejeros no ejecutivos que sean consejeros ejecutivos en otras compañías deban de pertenecer a la Comisión de Remuneraciones. Y, por otro, las medidas que deberían adoptar las compañías en caso de no obtener una mayoría suficiente en la junta sobre los acuerdos relativos a remuneraciones. En EE.UU., la Securities and Exchange Commission (SEC) ha propuesto que las compañías cotizadas publiquen: (1) la mediana de la retribución anual de los empleados; (2) la retribución total anual del consejero delegado; y (3) el ratio entre las dos variables anteriores.

7. El Código de Gobierno Societario de la Comisión Nacional de Valores argentina, en su Principio VII, "*Remunerar de forma Justa y Responsable*" recomienda establecer claras políticas de remuneración de los miembros del Órgano de Administración; en Brasil, para difundir la información sobre la remuneración de los administradores de la empresa, la Instrucción CVM n° 480, de 2009 ("*ICVM 480*") determina las informaciones más sustantivas a insertar en el ítem 13 del Formulario de Referencia (*shelf document*) de empresas con autorización para emitir valores; en Chile, la SVS mediante Norma de Carácter General N° 30 obliga a informar en la memoria anual, de las remuneraciones y política de planes de compensación a ejecutivos.

8. En Argentina la Ley de Sociedades Comerciales (LSC), No. 19.550, establece que el monto total a recibir por los consejeros por funciones de carácter permanente en ningún caso podrá exceder el 25% de las ganancias de la sociedad. Asimismo, las retribuciones se limitarán al 5% de la utilidad computable, cuando no se distribuyan dividendos a los accionistas. En Brasil, la Ley 6404 de 1976 establece que la junta general de accionistas determinará el importe global o individual de retribuciones de los administradores, incluidos beneficios de cualquier naturaleza. Además, la misma ley dispone el total de la retribución no excederá el 0,1 del beneficio.

9. En este sentido, la inclusión como facultad indelegable del Consejo de Administración de la gestión de riesgos fiscales, dentro de las políticas de control y gestión de riesgos de las sociedades cotizadas es un

etc., es una de las funciones que todas las compañías deben reforzar, con talento especializado, en los próximos años.

3. LA VANGUARDIA DE LAS REFORMAS: EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Las crisis en el sector financiero y la quiebra de algunas de sus más insignes sociedades han estado en el centro del Gobierno Corporativo desde sus orígenes. Ya el prefacio del pionero Informe Cadbury (1992) reconocía como el contexto de escándalos financieros y abusos en la retribución de los administradores había marcado los trabajos de aquel primer Comité, que de facto se denominaba *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*¹⁰.

De manera reveladora, en 2009 se repitió un mandato equivalente al anterior, como reacción a la nueva, y aún más dramática, crisis financiera internacional. El Gobierno británico encargó entonces a Sir David Walker la elaboración de un *Informe sobre el Gobierno Corporativo de las entidades bancarias*, mandato que, posteriormente, se extendió a las instituciones financieras en general. Los términos del mandato del Primer Ministro, recogidos en el preámbulo, reflejan muy bien la aproximación que desde entonces ha habido hacia la necesidad de impulsar una reforma en profundidad del Gobierno Corporativo de las entidades financieras. El encargo alcanzaba las siguientes materias: «*la eficacia de la gestión de riesgos a nivel de consejo incluidos los*

tendencia internacional que ya está tomando cuerpo en algunos ordenamientos como el español [a estos efectos la Ley 31/2014 por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo, modifica el artículo 540.4.e) de la Ley de Sociedades de Capital (apartado sesenta y dos) y el artículo 529 quaterdecies para incluir el análisis de los riesgos fiscales como una de las funciones del Comité de Auditoría (apartado cincuenta y dos)].

10. El repentino y escandaloso colapso financiero de las empresas Coloroll y el consorcio Asil Nadir's Polly Peck, empresas aparentemente rentables según sus estados financieros, generó un clima de enorme desconfianza e inestabilidad en la Bolsa de Londres. Este nivel de desconfianza fue el estímulo para que en mayo de 1991, bajo la directiva Sir Adrian Cadbury y con la iniciativa de *Financial Reporting Council (Consejo de Información Financiera)*, la propia *Bolsa de Londres* y las asociaciones profesionales, conformasen un Comité en el Reino Unido con el propósito de estudiar los aspectos financieros y de control de las sociedades, incluyendo temas como la organización de las sociedades, la responsabilidad de los administradores, los derechos y deberes de los accionistas, la regulación de las auditorías y la contabilidad de las empresas. El trabajo del Comité duró aproximadamente 18 meses, y en dicho lapso de tiempo, dos nuevos escándalos financieros acontecieron en Gran Bretaña: el colapso del Bank of Credit and Commerce International con la consecuente exposición de sus generalizadas prácticas delictivas, y el descubrimiento póstumo de la apropiación de 440 millones de libras esterlinas por Robert Maxwell del patrimonio de los fondos de pensiones del Maxwell Group, así como de la posterior declaración de quiebra de dicho grupo económico en 1992. Es decir, se puso en tela de juicio la fiabilidad en las normas contables, la confianza en el trabajo de los auditores, pero sobre todo, la ausencia de un marco claro que garantizara que los miembros del consejo mantuvieran el control de sus empresas ante la falta de ética profesional de sus administradores.

incentivos en la política de remuneración; el equilibrio de competencias, experiencias e independencia necesarias en los consejos de los bancos del Reino Unido; la eficacia de las prácticas del Consejo y el funcionamiento de los Comités de auditoría, riesgo, remuneración y nombramiento; el papel de los inversores institucionales y su participación efectiva en las compañías y en su gestión».

Un año antes, el 15 de noviembre de 2008, el G-20 reunido en Washington ya había señalado la urgencia de reforzar el Gobierno Corporativo de las entidades financieras y, en particular, la gestión de riesgos y las prácticas de remuneración. En este mismo sentido, el comunicado emitido el 5 de septiembre de 2009 por los Ministros de Economía y los Gobernadores de los Bancos Centrales del G-20 hacía hincapié en que debían tomarse medidas para garantizar un crecimiento sostenible y construir un sistema financiero internacional más fuerte y, el Gobierno Corporativo era un medio óptimo para frenar planteamientos a corto plazo perjudiciales y la asunción de riesgos excesivos¹¹.

Entre todas las autoridades internacionales que han venido opinando sobre la materia es, no obstante, el Comité de Supervisores de Basilea quien ha levantado la voz más influyente y específica como foro internacional de armonización normativa de la regulación financiera. Sus principios de Gobierno Corporativo para entidades bancarias de 2006¹², fueron profundamente revisados en 2010 para la elaboración de un documento con las mejores prácticas de Gobierno Corporativo de entidades de crédito, derivadas de las lecciones aprendidas de la crisis¹³. Sus principales conclusiones se centraron en el papel del consejo, su composición y la cualificación de sus miembros; la importancia de la función de gestión de riesgos; la supervisión de los esquemas salariales de la alta dirección; y la adecuada comprensión por parte del consejo y los más altos directivos de la estructura y los riesgos operacionales de la entidad.

En el caso específico de Latinoamérica, los desarrollos particulares de normas de Gobierno Corporativo para entidades financieras se van acumulando progresivamente. En Brasil, aunque no existe una regulación exclusiva de esta materia, son varias las resoluciones de las autoridades financieras (Consejo Monetario Nacional y Banco Central de Brasil) que abordan cuestiones de buen gobierno¹⁴. En general, dominan

11. En esta misma línea se lanzaron los trabajos de la OCDE que concluirían en un documento de conclusiones en febrero de 2010: «*Corporate Governance and the Financial Crisis-Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*». Los trabajos de la OCDE al respecto se analizan con detalla posteriormente.

12. <http://www.bis.org/publ/bcbs122.htm>

13. <http://www.bis.org/publ/bcbs176.htm>.

14. Todas las resoluciones se pueden encontrar en: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/novaBusca/buscaNormativo.asp>

dos enfoques: el contable/auditor y el control de las políticas de remuneraciones. Adicionalmente, con carácter no vinculante, la Asociación Brasileña de Mercados Financieros y de Valores (ANBIMA) se encarga de la promoción de los códigos de buenas prácticas que deben ser observados por sus miembros para el ejercicio de su actividad¹⁵. En el caso argentino, existen los llamados *Lineamientos para el Gobierno Societario de Entidades Financieras*¹⁶ que, siguiendo las directrices marcadas por Basilea III, focalizan la buena gobernanza del sector financiero en la gestión adecuada de sus riesgos. En Chile, desde finales de 2013 la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras introdujo a una serie de modificaciones a la normativa con el objeto sistematizar los elementos de un buen Gobierno Corporativo. La reforma se orientó esencialmente en reforzar el papel del órgano de administración como máximo responsable de la gestión de la entidad financiera, de su orientación estratégica y del control del cumplimiento de las políticas internas. Finalmente, en Bolivia la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) emitió en 2012 las «*Directrices Básicas Para la Gestión de un Buen Gobierno Corporativo*» aplicables a las entidades de intermediación financiera y a las empresas de servicios auxiliares financieros. Las directrices se centran en una triple exigencia: un Código de Gobierno Corporativo, un Código de Ética y el Reglamento Interno de Gobierno Corporativo. Finalmente, en Perú aunque no se cuenta con un código que aborde específicamente aspectos de Gobierno Corporativo que sean aplicables a todas las entidades financieras, la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS), en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Ley N° 26702), establece obligaciones a sus supervisadas en términos del cumplimiento de prácticas de buen Gobierno Corporativo¹⁷.

Lo relevante de todos los trabajos anteriores, no ha sido tanto analizar las causas de la crisis, sino cuál es el elemento diferenciador entre todas las entidades financieras

15. A modo de ejemplo, estos códigos abordan los siguientes temas: (i) administración o gestión de fondos; (ii) los bancos que ofrecen el servicio de private banking; (iii) las acciones de instituciones como intermediarios en la oferta pública; y (iv) la gestión del patrimonio. Todos estos códigos se pueden encontrar en: <http://portal.anbima.com.br/autorregulacao/supervisao/atividades/Pages/default.aspx>

16. (BCRA Comunicación "A" 5201/2011).

17. Así, la SBS emitió en enero de 2008, el Reglamento de la Gestión Integral de Riesgos (Resolución S.B.S. N° 37-2008), que es el estándar más cercano a temas de Gobierno Corporativo que ha implementado, el cual tiene como objetivo propender a que las empresas del sistema financiero cuenten con una Gestión Integral de Riesgos adecuada a su tamaño y a la complejidad de sus operaciones y servicios, e incorpora regulaciones referidas a la conformación de comités constituidos por el directorio con la participación de directores independientes. Asimismo, debe tenerse en cuenta que dentro del marco bancario público integrado en el Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (por sus siglas, FONAFE) sí resulta de aplicación el "Código de Buen Gobierno Corporativo para las Empresas bajo el ámbito de FONAFE (aprobado mediante el Acuerdo N° 002-2013/003-FONAFE, de fecha 08 de marzo de 2013).

que explica que aquella haya afectado de manera tan diferente a unas instituciones y otras. Si las entidades operan en un mismo espacio geográfico, en un entorno financiero y de mercado similar, sujetos a una regulación y supervisión muy parecidas, la única diferencia entre ellas descansa, pues, en la gestión, lo que en última instancia no es sino una cuestión de Gobierno Corporativo. Por lo tanto, cada vez que se reproduce una crisis corporativa grave, por la dimensión o el número de empresas que la protagonizan, se percibe un fracaso del modelo de Gobierno Corporativo hasta entonces en vigor. Eso es lo que ha sucedido con la crisis financiera. Por ende, las reflexiones sobre las entidades de este sector han abierto el debate internacional sobre la mejora del Gobierno Corporativo y, de facto, habrán de influir mucho en los cambios que se aborden sobre el buen gobierno del conjunto de las sociedades cotizadas.

Tomando todos los antecedentes anteriores y en aras de sistematizar la información relevante, puede decirse que ha habido cierto consenso internacional en torno a la existencia de tres campos fundamentales de reforma del Gobierno Corporativo de las entidades financieras:

- El fortalecimiento de los consejos y su capacidad para gestionar entidades crecientemente complejas, y sometidas a un entorno de enorme inestabilidad e incertidumbre.
- El reforzamiento de los mecanismos de control interno para la adecuada gestión de los riesgos a los que se enfrentan las compañías del sector financiero.
- El adecuado diseño de los sistemas de retribución de los gestores de las sociedades, de forma que no estimulen los resultados en el corto plazo ni resulten inconsistentes con la gestión prudente de la entidad.

En efecto, el refuerzo del papel del consejo de administración y sus comités como auténticos órganos de supervisión general de las entidades es una de las principales preocupaciones de las reformas emprendidas en la regulación financiera. La idea central consiste en atribuir expresamente al consejo, con carácter legal incluso¹⁸, la responsabilidad global sobre toda la estrategia del banco y su grupo, y sobre la supervisión efectiva del alineamiento con tal estrategia del desempeño de la alta dirección. Esto ha llevado a un renovado interés en que todos sus miembros reúnan el conocimiento y experiencia necesarios para salvaguardar la gestión correcta y prudente de la entidad. Asimismo, para garantizar que el consejo dedica

18. Artículo 88 y ss. de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

tiempo suficiente al ejercicio eficaz de sus funciones y para comprender plenamente la actividad de la entidad y sus riesgos, se ha comenzado a limitar el número de cargos directivos que un miembro del órgano de dirección puede ejercer en diferentes sociedades¹⁹.

Otra de las tendencias actuales en relación con el consejo es la preocupación (que se extiende desde las entidades financieras al conjunto de las sociedades) por el fenómeno del pensamiento de grupo (*groupthink*). En este sentido, para facilitar las opiniones independientes y el cuestionamiento crítico, se está trabajando en torno al concepto de «diversidad» en los consejos. Se trata de reflejar en estos órganos la más eficaz variedad de opiniones y experiencia, recogiendo adecuadamente perfiles distintos en términos de edad, sexo, procedencia geográfica, formación o trayectoria profesional.

En cuanto a la mejora en los sistemas y procedimientos internos de control del riesgo, se avanza en la exigencia legal de articular estos mecanismos, que deberán basarse en un adecuado flujo de información desde todas las posiciones de la empresa hasta el consejo y un correcta conexión entre las funciones de auditoría y los órganos ejecutivos encargados de adaptar su actividad a las conclusiones de estos trabajos. Los principios del Comité de Basilea llegan incluso a exigir la figura del director de riesgos (*chief risk officer*) y a solicitar que estos cuenten, para ejercer adecuadamente su función de contrapeso prudencial del consejo, con la suficiente autoridad, carácter, independencia, recursos y acceso al consejo.

Finalmente, la cuestión de las retribuciones ha sido sin duda el tema que ha alcanzado mayor envergadura en el debate internacional. Sin perjuicio de otras situaciones graves que se hayan podido producir en sociedades cotizadas de otros sectores económicos, la realidad es que ha sido en el sector financiero donde las políticas retributivas han provocado mayores reacciones, tanto en la opinión pública, como entre las autoridades regulatorias y supervisoras. El cuestionamiento de partida es que determinadas políticas de remuneración han podido alentar comportamientos muy arriesgados en el corto plazo, que entraban en un evidente conflicto con una gestión prudente y eficaz de los riesgos de las entidades financieras. Habitualmente los incentivos para incrementar la retribución variable de la alta dirección no tenían consideración alguna del riesgo global de la organización ni de su sostenibilidad, y se basaban en una incesante e imprudente carrera por el aumento de los resultados anuales.

19. Conforme a la normativa europea (Directiva 2013/36/UE), desde el 1 de julio de 2014, las entidades «importantes» por su tamaño o por la complejidad de sus actividades no podrán ejercer simultáneamente una dirección ejecutiva junto con dos direcciones no ejecutivas o, cuatro direcciones no ejecutivas. Se permitiría, no obstante, a los Estados autorizar, excepcionalmente, un puesto no ejecutivo adicional.

Desde un prisma conceptual, el tratamiento del problema de las retribuciones en el sector financiero y sus implicaciones en la solvencia y estabilidad de las entidades, puede abordarse desde una doble perspectiva. Como una cuestión de buen Gobierno Corporativo sobre la que procede fomentar la transparencia y paliar los efectos del conflicto de interés latente, entre consejeros que autodeterminan su salario y accionistas. O como una cuestión de tal envergadura que exige la restricción directa de la libertad de las entidades y, por tanto, la determinación expresa de límites a la retribución.

Este segundo enfoque ha sido aplicado de manera muy restrictiva y normalmente limitado a aquellos casos en los que los fondos públicos, y por tanto la financiación de los contribuyentes, son los que terminan por rescatar a las entidades financieras de la quiebra²⁰.

Por otro lado, el primer enfoque es el seguido por la mayoría de reguladores internacionales. En este sentido ya algunos miembros del G-20 se comprometieron a aplicar los Principios para unas buenas prácticas en materia de remuneración y los Estándares de aplicación aprobados en 2009 por del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB en sus siglas en inglés)²¹. En torno a tales principios, los principales ejes en materia de retribuciones sobre los que están girando las reformas financieras internacionales son los siguientes:

- Introducción de la obligación explícita de que el consejo establezca y supervise, con respecto a aquellas categorías de empleados cuyas actividades inciden de manera más importante en su perfil de riesgo, políticas y prácticas en materia de remuneración compatibles con una gestión eficaz de la solvencia de la entidad.
- Las políticas de retribución deben ser acordes con la propensión al riesgo y los valores e intereses a largo plazo de la entidad. Con este fin, la valoración del componente de la remuneración basado en los resultados debe centrarse en

20. En este sentido, las primeras previsiones al respecto aparecieron con los sucesivos programas TARP diseñados por el Tesoro estadounidense, que establecía claramente la conexión entre los límites retributivos y la necesaria protección de los intereses de los contribuyentes: v. la Interim Final Rule on TARP Standards for Compensation and Corporate Governance. Asimismo, en el caso español los límites a las remuneraciones de las entidades intervenidas se establecieron mediante el Real Decreto-Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. Desde entonces operan los siguientes límites: (1) Para las entidades con participación pública de control (a través de la autoridad de resolución española, el Fondo de Resolución Ordenada Bancaria): personal ejecutivo: 300.000 euros y no ejecutivo: 50.000 euros; sin posibilidad de retribución variable. (2) Para las entidades con participación pública (pero no de control): personal ejecutivo: 500.000 euros y no ejecutivo: 100.000 euros. La retribución variable debe aprobarse caso a caso.

21. Principles and Standards for Sound Compensation Practices: <http://www.financialstabilityboard.org/activities/compensation/>

los resultados a largo plazo, y tener en cuenta los riesgos actuales y futuros asociados a los mismos.

- Todas las entidades debieran tener la obligación de publicar un informe anual de retribuciones, con toda la información relevante sobre la política de retribuciones y, en particular, con las retribuciones individualmente percibidas por los principales ejecutivos.
- Asimismo, la política general de retribuciones debiera ser sometida a la aprobación vinculante de la junta de accionistas, con carácter periódico.
- Para evitar una asunción excesiva de riesgos, algunas jurisdicciones, como la europea, plantean fijar un máximo para la ratio entre el componente fijo y el componente variable de la remuneración total²².
- Se comienza a extender la exigencia de que las políticas retributivas incluyan cláusulas de reducción o incluso de recuperación de remuneraciones ya satisfechas, si los gestores son responsables de conductas que han generado importantes pérdidas para la entidad.

Analizando la situación particular latinoamericana, son varios los ejemplos que demuestran la importancia de la intervención pública sobre las políticas de remuneraciones en el sector financiero. Así, por ejemplo, en Argentina se exige a las entidades financieras de importancia sistémica la constitución de un Comité de Compensaciones, que habrá de trabajar en estrecha colaboración con el Comité de gestión de riesgos de la entidad. En Brasil, la política de remuneración de los consejeros de las entidades financieras está regulada por el Banco Central en la Resolución 3921/2010²³. De conformidad con dicha resolución la política de remuneración debe estar en consonancia con la política de gestión de riesgos, y la remuneración de los administradores en las áreas de control interno y gestión de riesgos debe ser adecuada para atraer profesionales cualificados y experimentados y, al tiempo, no crear conflictos de interés. Además, la Resolución trata específicamente de la retribución variable de los administradores. En este sentido, determina que al menos el 50% de la retribución variable se pagará en acciones o instrumentos basados en acciones, compatibles con la creación de valor a largo plazo y con el horizonte temporal de los riesgos. Además, la resolución establece que, al menos el 40%, de la remuneración variable debe diferirse para el futuro pago, aumentando con el nivel de responsabilidad del administrador. Por su parte, en Bolivia la Resolución 722/2012 de 14 de diciembre de 2012 (*Directrices Básicas Para la Gestión*

22. En la Unión Europea, se dispone que la remuneración variable no puede superar el 100% de la fija salvo que así lo autoricen los Estados miembros y lo apruebe la junta de accionistas de la entidad, en cuyo caso, puede llegar hasta el 200%. Los Estados miembros podrían establecer un porcentaje inferior. En todo caso, para elevar el porcentaje por encima del 100%, la Junta debe seguir un procedimiento con condiciones muy estrictas de quórum y mayoría (2/3).

23. La resolución nº 3.921 está disponible en: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=110099492&method=detalharNormativo>

de un Buen Gobierno Corporativo), determina que las entidades financieras deben contar con políticas de remuneración aprobadas por el Directorio u Órgano equivalente. Por su parte, acorde con la regulación societaria general, el monto máximo de las remuneraciones que por todo concepto puedan recibir los miembros del órgano de dirección en Bolivia, no excederá del 20% de las ganancias netas del ejercicio correspondiente.

4. IMPULSOS DE REFORMA DE LAS PRINCIPALES INSTITUCIONES INTERNACIONALES

Sin perjuicio del efecto de estandarización que los mercados internacionales están teniendo sobre los principales debates y parámetros de buen gobierno de las sociedades, existe una creciente actividad de organizaciones públicas en aras de promover ciertos principios comunes. Son fundamentalmente la OCDE y la Unión Europea las instituciones de referencia en este sentido y las que más actividad están impulsando en los últimos años. Aunque los trabajos de estas organizaciones están dirigidos en primera instancia a sus países miembros, sus principios y reformas son pautas muy empleadas por otras organizaciones internacionales (fundamentalmente financieras, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, la Organización Internacional de Comisiones de Valores o el Consejo de Estabilidad Financiera). Lo que supone, en la práctica, la propagación de sus efectos sobre el conjunto de la comunidad internacional y su utilización como estándares globales de buenas prácticas.

4.1. Evolución de los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE

Particularmente activa sobre la materia viene siendo tradicionalmente la OCDE²⁴. Sus principios de Gobierno Corporativo, que datan de 1999, fueron objeto de una profunda revisión en 2004 y, en la actualidad, se encuentran inmersos en una nueva actualización. Hoy suponen un paradigma internacional en la materia, constituyendo la base para muchas de las iniciativas de reforma en curso, tanto por parte de los gobiernos como de las propias sociedades.

Se articulan en torno a seis ejes clave, que conviene retomar desde la perspectiva actual del debate sobre Gobierno Corporativo.

En primer lugar, bajo el epígrafe y objetivo de «asegurar las bases de un marco efectivo de Gobierno Corporativo», se articula un enfoque muy predeterminado por el correcto

24. Sobre las actividades de la OCDE en materia de Gobierno Corporativo (principios, revisiones e implementación, peer review, etc.) consultar el Capítulo 3 de este Estudio

funcionamiento de los mercados y su eficiencia. Lo que denota, en última instancia, un posicionamiento global hacia una perspectiva netamente contractualista del gobierno de las sociedades. Los principios, en este sentido, parten de la plena confianza en la disciplina que ejercen los mercados para el buen funcionamiento de todos los agentes y, por ende, de las sociedades que en ellos operan libremente. Ese marco, asimismo, *debe ser consistente con la ley*, lo que no dejaría de ser una mera redundancia si no viniera, de facto, a marcar la imposibilidad fáctica de contraposición entre los principios de buen gobierno y el resto del ordenamiento y, por ende, a determinar que la protección de los grupos de interés, en su conjunto, solo puede provenir del marco normativo al que se sujeta la actividad empresarial. Asimismo, este primer principio subraya la necesidad de dejar muy clara la división de responsabilidades de administración y supervisión, sin prejuzgar en ningún momento preferencia alguna por sistemas dualistas, de separación estricta de ambas funciones, o monistas.

Sobre los derechos de los accionistas versa el segundo principio. Aunque de forma muy general y un tanto volátil se respaldan los modelos que logren facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, incluye temas de mucha relevancia más específica. Por ejemplo, se considera imprescindible la participación directa de los accionistas en decisiones relevantes como la ejecución de transacciones extraordinarias en la vida societaria, lo que incluye las transmisiones significativas de activos. En cuanto a las retribuciones del consejo, el principio no va demasiado lejos teniendo en cuenta las tendencias actuales en la materia. Se limita a recomendar la aprobación explícita de la junta de accionistas de las estructuras de retribución en acciones dirigidas a miembros del consejo de administración o empleados, recomendando para las demás cuestiones retributivas la mera solicitud consultiva del criterio de la junta (sin carácter vinculante). Asimismo, rechaza los llamados acuerdos anti-opas «*con vistas a impedir la asunción de responsabilidades por parte de la dirección y el consejo*». Por último, exige a los inversores institucionales, en línea con las tendencias de otras autoridades internacionales (Comisión Europea, IOSCO), la máxima transparencia sobre sus procedimientos internos en tres áreas: política o criterios generales sobre Gobierno Corporativo de sociedades, estrategias generales de votación en las empresas participadas y mecanismos internos para la gestión de potenciales conflictos de interés.

El tercer principio ha pretendido tradicionalmente asegurar un doble derecho de los accionistas. De un lado, el derecho a recibir un tratamiento equitativo, incluyendo en particular a los accionistas minoritarios o extranjeros. En concreto, se señala con claridad que todas las acciones dentro de la misma categoría debieran otorgar los mismos derechos. Y lo que es aún más rotundo, cualquier cambio en los derechos de voto debiera ser sometido a aprobación por parte del tramo de acciones que podrían ver deteriorada su posición. Y, en segundo lugar, se reconoce el derecho a contar con

procedimientos efectivos para recurrir cualquier violación de sus derechos, que se haya podido producir por el funcionamiento de los órganos de la sociedad.

El cuarto principio versa sobre el rol de los terceros legítimamente interesados (*stakeholders*). Se afirma la necesidad de reconocer los derechos de los terceros y promover una cooperación activa entre las sociedades y estos, para crear riqueza, trabajo y transacciones éticas y financieramente sanas. No obstante, la redacción de este principio es de base claramente contractualista y pivota, esencialmente, sobre los derechos de terceros interesados que tengan un reconocimiento explícito de base legal o contractual. Es decir, como ya se anticipaba, la protección de los otros grupos de interés proviene del marco normativo al que se sujeta la actividad empresarial con carácter general. No se incluye, por tanto, ningún matiz en la configuración de la sociedad que responda al interés público. Ni siquiera por su función en el mercado, como centro objetivo en el que convergen numerosos intereses de las personas afectadas por la actividad económica, que resultan de las relaciones de la compañía con el mercado y con la comunidad en general.

El quinto principio se refiere a la transparencia y al conjunto de información que, como mínimo, han de publicar las sociedades. En este punto merece la pena destacar los datos que han de divulgarse expresamente. Se trata de la titularidad de los grandes propietarios de acciones; la política general de remuneraciones y selección de consejeros y la información relativa a las operaciones vinculadas. Por último, se incluye una referencia específica sobre la auditoría externa. Esta debe reflejar la imagen fiel de la situación financiera de la empresa con la calidad, rigor y fiabilidad necesarios. Esta es una cuestión verdaderamente esencial para el correcto seguimiento de la actividad empresarial y para el funcionamiento y estabilidad de los mercados de capital²⁵.

Concluyen, por último los principios, con el referido a las responsabilidades del consejo de administración. Se hace especial hincapié en la necesidad de que estos órganos desempeñen eficazmente el conjunto de funciones que se consideran clave en la gestión de la compañía y que, por tanto, han de ser indelegables. Aquellas funciones que están más directamente relacionadas con su dirección estratégica, y con la supervisión de las funciones ejecutivas de los directivos para la satisfacción de los propios planes de la empresa. Esto incluye la necesaria evaluación del consejo de administración, en función de su desempeño y la contribución que realiza

25. Hay que tener en cuenta que la reforma de los principios de la OCDE de 2004 estuvo fuertemente influida por los escándalos relacionados con la labor de las auditoras en grandes compañías que comenzó en Estados Unidos (Enron, 2001 y Worldcom, 2002) y continuó en Europa (Gescartera en España y Parmalat en Italia).

con respecto a la empresa y sus accionistas. También incluye este principio una referencia a la presencia de consejeros independientes. Aunque la mención es de carácter muy abierto («*Los consejos deberán considerar la posibilidad de designar un número suficiente de miembros no ejecutivos...*»), sí concreta de manera acertada el propósito de esta figura de administradores. Esto es, aportar un valor añadido singular para la adopción de aquellas decisiones empresariales en las que otro tipo de consejeros (dominicales, ejecutivos) podrían tener claros conflictos de interés. Por ejemplo, en materia de operaciones vinculadas, nombramientos de primeros ejecutivos, retribuciones o supervisión de los procedimientos para la elaboración de la información financiera.

Las graves deficiencias que puso de manifiesto la crisis no condujeron automáticamente a la reforma o actualización de los principios anteriores. Se optó por una perspectiva de análisis específico de áreas de mejora. De este modo, en 2008 la OCDE aprobó un *plan de acción* para desarrollar un conjunto de recomendaciones en temas concretos que habían tenido, de un modo u otro, un efecto directo sobre la crisis financiera global. Este trabajo sobre las lecciones de la crisis fue publicado en tres fases a partir de febrero de 2009²⁶. Los dos primeros informes destacaban debilidades de gobierno de las empresas que jugaron un papel importante en el desarrollo de la crisis: las retribuciones, la gestión de riesgos, las prácticas del consejo y el ejercicio de los derechos de los accionistas.

Pese al diagnóstico anterior, la OCDE inicialmente no consideró necesario modificar sus principios de 2004, y centró su posición en incentivar su nivel de efectiva implantación. Por ello, el tercer informe incluía recomendaciones y buenas prácticas, dirigidas a empresas, reguladores y gobiernos, con el objetivo de mejorar el grado de adopción de los principios. En algunas ocasiones estas recomendaciones venían a subrayar la importancia de alguno de los principios, a la luz de las circunstancias que afloraron con la crisis. En otras, se trataba de desarrollos concretos y más específicos de los principios generales, sobre la base de nuevos usos en materia de Gobierno Corporativo que estaban surgiendo a nivel internacional y que debieran ser reconocidos como buenas prácticas.

Conviene destacar a continuación las principales conclusiones sobre estas nuevas tendencias que surgieron de este trabajo de la OCDE.

26. El primer documento fue publicado en febrero de 2009: «*Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis—a first overview of corporate governance shortcomings and the resulting challenges*». El segundo, en junio de ese mismo año: «*Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages—follow-up analysis providing the basis for the recommendations*». Y, finalmente, en febrero de 2010 el titulado: «*Corporate Governance and the Financial Crisis: conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*».

En primer lugar, en lo que se refiere al seguimiento de la implementación de los principios, los informes parten de una consideración clara: no debe confundirse el Gobierno Corporativo de las sociedades con la regulación prudencial de las entidades financieras. Mientras que esta última amerita claramente normas coercitivas con rango legal, el gobierno de las sociedades puede permanecer, preferencialmente, en el ámbito de lo dispositivo y la autorregulación. No deja de ser esta una conclusión un tanto autocomplaciente. Pues si los principios no requerían cambios sustanciales y tampoco era necesario avanzar en el camino de su exigencia obligatoria, es difícil encontrar otra causa a los evidentes fallos producidos en el gobierno de sociedades cotizadas. Con todo, el informe de la OCDE reconoce la necesidad de un margen de actuación regulatoria/impositiva, e invita a las autoridades a autoevaluar si han de implementar cambios normativos o sobre la supervisión del cumplimiento de los principios.

En segundo lugar, se acentúa la problemática derivada de los incentivos incorrectos generados por políticas retributivas deficientemente diseñadas. Sobre este punto incide singularmente en dos áreas. En primer lugar, se reafirma en la consideración, ya incluida en los principios, de que el diseño de las políticas retributivas es una competencia correctamente atribuida a los consejos de administración. Por otro lado, que el potencial conflicto de interés latente se ha de paliar con la dosis correspondiente de transparencia. Es decir, mediante la publicación de un informe de remuneraciones ad hoc, sobre el que las juntas de accionistas pueden expresar su opinión (no vinculante).

El trabajo destaca como lección directamente derivada de la reciente crisis, la importancia creciente de la función de control y gestión de riesgos en las entidades²⁷. A estos efectos, propone potenciar sustancialmente el papel desempeñado por los consejos y sus comités especializados. Se subraya en particular la importancia de que los directivos responsables de estas funciones reporten directamente al consejo, sin intermediarios que filtren esta información, sobre cuyo análisis y reacción ejecutiva debe ocuparse el mismo consejo.

Quizás donde el informe ahonda con mayor concreción es en el refuerzo del funcionamiento de los consejos. Sin prejuzgar la preferencia por un modelo de separación o no de las funciones del máximo ejecutivo y del presidente de la sociedad, se requiere abiertamente que en caso de acumulación de estas funciones se expongan las medidas adoptadas para evitar los potenciales conflictos de interés. Asimismo, se

27. En esta misma línea, de conformidad con el PwC's Annual Corporate Director Survey – Boards confront an evolving landscape (2013), (que recoge la opinión de 934 consejeros del mercado estadounidense), el 44% de los entrevistados estadounidenses dice haber incrementado el tiempo dedicado a la gestión de riesgos en los últimos 12 meses, incluso el 60% querría dedicar aún más tiempo a esta función en el próximo año.

promueve con fuerza la formación, cualificación y evaluación continua de los miembros del consejo. Y siguiendo una nueva tendencia internacional en la materia, se requiere de los consejos que reflejen la suficiente diversidad de criterios y cualificaciones, para abordar toda la complejidad y distribución de responsabilidades que requiere cada compañía en función de sus circunstancias operativas, modelo de negocio y entorno.

Finalmente, se refiere el informe a la posición de los inversores institucionales. Sobre ellos viene a requerir más transparencia en cuanto a sus mecanismos para evitar posibles conflictos de interés y sus políticas para el ejercicio de derechos de voto sobre las compañías participadas. En la misma línea reconoce que los asesores de voto, *proxy advisors*, deben actuar en un marco suficientemente competitivo y deben preverse mecanismos para el oportuno tratamiento de sus posibles conflictos de interés.

A pesar de todo lo señalado anteriormente y de que, efectivamente, la primera posición de la OCDE fue la de considerar que los principios de 2004 mantenían su adecuación general como pauta de la máxima calidad tras la crisis financiera, recientemente la misma OCDE ha puesto en marcha su revisión formal. Esta revisión dará lugar, muy probablemente, a una actualización de los principios a lo largo del año 2015. Tomarán como base los trabajos y principales tendencias señaladas anteriormente. Según las palabras de la propia organización, la reforma parte de la idea de afianzar los valores centrales de los principios vigentes²⁸. Es decir, «*un elevado nivel de transparencia, rendición de cuentas, control de los consejos y respeto por los derechos tanto de los accionistas como de los demás grupos de interés*». Conviene destacar, por último, que la organización ha invitado a participar, en el mismo régimen de decisión que los propios miembros de la OCDE, a todos los estados integrados en el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus singlas en inglés)²⁹, en la medida en que estos principios han sido asumidos por el citado organismo.

4.2. Reformas en marcha en el marco de la Unión Europea

La Comisión Europea ha coincidido con la OCDE en que la crisis financiera ha revelado deficiencias significativas en materia de Gobierno Corporativo, y que estas

28. 2014 Review of the OECD Principles of Corporate Governance. <http://www.oecd.org/daf/ca/2014-review-oecd-corporate-governance-principles.htm>

29. Forman parte del FSB las autoridades de Alemania, Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, Hong Kong, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Países Bajos, Reino Unido, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suiza y Turquía, además de diversas organizaciones internacionales (Banco Central Europeo, Banco de Pagos Internacionales, Banco Mundial, Comisión Europea, FMI y la propia Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) y entidades reguladoras globales. La secretaría del Comité se encuentra en el Banco de Pagos Internacionales, en Basilea (Suiza).

deficiencias han desempeñado un importante papel en la crisis. En reacción, su actividad y liderazgo en la materia han sido muy potentes durante los últimos años. A diferencia de la OCDE, la Comisión Europea ha considerado, desde el primer momento, que la profundidad de la crisis y los fallos en la regulación pública del Gobierno Corporativo, justifican una respuesta normativa intensa, que ha desencadenado un sustancial incremento de sus iniciativas en la materia. Sirva citar las siguientes de los últimos años:

- «*Recomendación sobre la estructura y transparencia de las retribuciones de los administradores de las sociedades cotizadas* (3177/2009/CE)»³⁰, como complemento a las dos anteriores emitidas en diciembre de 2004 (913/2004/CE) y febrero de 2005 (162/2005/CE).
- «*Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*»³¹. Septiembre 2009.
- Dos Libros Verdes en materia de Gobierno Corporativo:
 - «*Corporate Governance in financial institutions and remuneration policies*»³². Junio 2010. Feedback Statement. Summary of responses to Commission Green Paper on Corporate Governance in financial institutions.
 - «*The EU corporate governance framework*»³³. Abril 2011. Feedback Statement. Summary of responses to Commission Green Paper on corporate governance framework. Noviembre 2011.
- Una propuesta muy relevante en material de diversidad de género, la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo destinada a mejorar el equilibrio de género entre los administradores no ejecutivos de las empresas cotizadas y por la que se establecen medidas afines. Noviembre 2012.
- Un Plan de Acción: *Derecho de sociedades europeo y Gobierno Corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas*. Diciembre 2012.
- Una propuesta relativa a la información no financiera: Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre la diversidad por parte de determinadas grandes sociedades y determinados grupos³⁴. Abril 2013.

30. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/directorspay_290409_es.pdf

31. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

32. Corporate governance in financial institutions and remuneration policies, Brussels, 2.6.2010, COM (2010) 284 final

33. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf

34. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large companies and groups. (1.4.2013)

- Otra propuesta sobre la composición del Comité de Auditoría: Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas. Junio 2013.
- Y, por último, también cabe mencionar en este contexto, que la *European Securities Markets Authority* (ESMA) ha elaborado un documento con recomendaciones sobre la actividad de los *proxy advisors* que se publicó en diciembre de 2012 bajo el título «*Feedback statement on the consultation regarding the role of the Proxy advisory industry*³⁵».

Dentro de la escalada normativa anterior, conviene analizar detenidamente el Libro Verde que publicó la Comisión Europea en 2011 con el ánimo de contribuir a la mejora en las prácticas de Gobierno Corporativo de las sociedades europeas. En este Libro se analizó la necesidad de impulsar medidas armonizadoras de alcance comunitario sobre las áreas detectadas como de atención prioritaria. Las citadas áreas son las que se analizan a continuación.

Un primer aspecto que destaca la Comisión Europea es la conveniencia de aumentar la diversidad en los consejos de administración. Esta diversidad de género, de nacionalidades y de tipos de profesionales tiene como objetivo permitir a la sociedad abordar sus decisiones contando con un consejo que reúna las suficientes cualidades, personales y profesionales, y la oportuna independencia de criterio. Se trata de evitar las disfunciones que habitualmente genera en las empresas el sesgo de los consejos hacia la opinión mayoritaria, o la mejor defendida partiendo de la información aportada por los directivos. Se ahonda particularmente en las necesidades derivadas de la diversidad de género. Se parte de la evidencia empírica de que solo el 12% de los miembros de consejos de las sociedades cotizadas en la Unión Europea son mujeres y de que, no obstante, su presencia en los consejos tiene una repercusión positiva sobre la *inteligencia organizacional* y el correcto funcionamiento de los mismos. En esta línea se está trabajando normativamente en la Unión Europea a través de una propuesta legal de la Comisión³⁶ que, aunque en fase aún de negociación, determinaría la obligación para las sociedades cotizadas europeas de autoimponerse una presencia del género menos representado de, al menos, el 40% de los administradores no ejecutivos a más tardar el 1 de enero de 2020.

35. <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf>

36. Propuesta de la Comisión europea de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo destinada a mejorar el equilibrio de género entre los administradores no ejecutivos de las empresas cotizadas y por la que se establecen medidas afines.

El Libro Verde analiza otros aspectos centrales del buen gobierno en los consejos de administración. Por ejemplo, la necesidad de evaluar externamente su funcionamiento con cierta periodicidad plurianual (tres años)³⁷, o la mejora de las políticas de reclutamiento y nombramiento de consejeros. En cuanto a las remuneraciones, se continúa ahondando en la línea internacional del fomento de la transparencia (tanto de políticas generales de retribución, como de las remuneraciones individualmente percibidas por los consejeros). Y, adicionalmente, se abre el debate sobre la posibilidad de someter a la aprobación vinculante de la junta de accionistas la remuneración de los administradores. Por último, refuerza explícitamente la implicación directa que debe tener el consejo en la determinación de la política de gestión de riesgos de la sociedad y, en particular, en la determinación del perfil de riesgo de la organización y en la supervisión de que la actividad ordinaria es consistente con este perfil.

En lo referente a los accionistas, se subraya la importancia de que tengan una mayor implicación en los objetivos y diseño estratégicos de las empresas. Se proponen medidas para facilitar este compromiso, en un intento de superar los planteamientos cortoplacistas que se han visto en el pasado³⁸. En esta línea, se planteaba la necesidad de que los inversores institucionales divulgaran con total transparencia sus políticas de voto y los mecanismos de control de potenciales conflictos de interés.

Por último, el Libro Verde apuesta por un replanteamiento del «principio de cumplir o explicar». La Comisión Europea concluyó, tras el correspondiente estudio empírico³⁹, que los resultados obtenidos en aplicación de este principio han sido insatisfactorios e insuficientes. En este sentido, se recomienda mejorar la calidad de las explicaciones cuando no se cumple con las recomendaciones, y se insiste en reforzar la supervisión de la información proporcionada de cara a discernir si la explicación es suficiente o no.

Con posterioridad y tras los análisis derivados de la reacción en consulta pública al Libro verde, en diciembre de 2012, la Comisión Europea publicó un Plan de Acción que proponía tres líneas principales de actuación.

37. La cuestión de la evaluación del consejo está cobrando una importancia creciente como herramienta de supervisión y mejora de los sistemas de Gobierno Corporativo. En este punto, el eje fundamental para que este instrumento sea verdaderamente eficaz es la tipología de evaluación que se lleve a cabo. Idealmente, debiera tratarse de una evaluación externa e independiente, del conjunto del consejo pero también individual de los consejeros y exigir el desarrollo de un plan de acción posterior derivado de sus principales conclusiones. Sobre la evaluación separada de cada consejero cabe destacar que el *Corporate Governance Code de Reino Unido recomienda la evaluación anual e individual para cada uno de los consejeros*.

38. Según el propio Libro verde, el volumen de contratación en las principales bolsas europeas alcanzaba en 2011 el 150% al año de la capitalización bursátil total, lo cual implica que el periodo medio de tenencia era de 8 meses.

39. «*Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*». Septiembre 2009.

- La primera de ellas encaminada a fomentar la transparencia. Para ello, se apoyaban los esfuerzos encaminados a divulgar la política de diversidad del consejo y la gestión de los riesgos no financieros. Asimismo se pretendía facilitar la identificación de los accionistas por los emisores, y reforzar las normas de transparencia de los inversores institucionales sobre sus políticas de voto.
- La segunda línea de actuación incide en la participación activa de los accionistas. La Comisión Europea considera que un compromiso de los accionistas eficaz y sostenible es la piedra angular de un modelo de Gobierno Corporativo adecuado, por lo que se debe conseguir, en particular, un mayor control de la política de remuneración y de las transacciones con partes vinculadas por parte de los propietarios de las empresas.
- Por último, la tercera línea de acción aglutina las iniciativas en el ámbito del Derecho de sociedades para apoyar a las empresas europeas y estimular su crecimiento y competitividad. Las medidas se centran en facilitar legalmente la movilidad de sociedades dentro de la Unión, así como una codificación del derecho de sociedades europeo, y quedan un tanto alejadas del objeto de este estudio.

Finalmente, sobre la base de todo el trabajo anterior, la Comisión Europea presentó en abril de 2014 las medidas concretas para mejorar el Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas en las bolsas europeas. Se trata ya de una actuación efectiva, basada en un doble trabajo normativo.

- 1) Con carácter vinculante, una propuesta de revisión de la vigente Directiva sobre los derechos de los accionistas (Directiva 2007/36/CE).
- 2) Sin ese carácter vinculante, una Recomendación sobre la calidad de la información en materia de Gobierno Corporativo (en relación con el «principio de cumplir o explicar⁴⁰»).

En palabras del comisario de Mercado Interior y Servicios, Michel Barnier, *«los últimos años han puesto de manifiesto una y otra vez que el cortoplacismo es perjudicial para las empresas y la economía europeas. Una buena gobernanza empresarial puede contribuir a cambiar esta situación. Las propuestas de hoy alentarán a los accionistas*

40. Este principio se encuentra ya consagrado legalmente en Europa en el artículo 20 de la Directiva 2013/34/UE, e implica que las empresas que se aparten del código de Gobierno Corporativo pertinente han de explicar en su información pública al respecto, qué partes del código no aplican y las razones para ello. Por su parte, en su Resolución de 29 de marzo de 2012, el Parlamento Europeo consideró que el «principio de cumplir o explicar» era una herramienta útil para la gobernanza empresarial. En concreto, se pronunciaba a favor de la adhesión obligatoria de la empresa a un código y de requerir explicaciones fundadas en caso de que aquella decidiera apartarse de él, en particular una descripción de la medida alternativa adoptada para satisfacer el objetivo previsto en una recomendación.

a participar más en las empresas en las que invierten y a adoptar una perspectiva a más largo plazo para su inversión. Para ello, deben tener el derecho a ejercer un control adecuado de la gestión de las mismas, incluida la posibilidad de influir de forma vinculante en las retribuciones.»

Las anteriores propuestas tratan de atajar lo que en Europa se consideran como las lecciones aprendidas de la crisis financiera global, en materia de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas.

a) Sesgo cortoplacista de los inversores institucionales

La crisis financiera ha puesto de manifiesto que, en particular en el sector financiero, el control ejercido por los accionistas no ha funcionado correctamente. En lugar de contener la asunción excesiva de riesgos a corto plazo por los consejeros, los accionistas en muchos casos la han respaldado. En particular, los análisis realizados por la Comisión europea reflejan que los inversores institucionales no se centran suficientemente en los resultados a largo plazo de las empresas. Al contrario, habitualmente sus estrategias de inversión están enormemente condicionadas por las fluctuaciones de los precios de las acciones y la estructura de los índices del mercado de capitales, lo que somete a las empresas a fuertes presiones en el corto plazo.

Este énfasis en el corto plazo parece encontrar su origen en el conflicto de intereses entre los grandes propietarios de acciones y los gestores de los activos. Los inversores institucionales más importantes por dimensión, como los fondos de pensiones y las entidades aseguradoras, suele tener intereses a largo plazo, ya que sus pasivos tienen plazos normalmente muy dilatados. Sin embargo, a la hora de seleccionar y evaluar a los gestores de sus activos suelen basarse en parámetros tales como los rendimientos que estos obtienen en relación con los índices de los mercados. Además es frecuente que los resultados de los gestores de activos sean evaluados trimestralmente. En caso de resultados insuficientes, el gestor de activos puede perder su negocio. Como consecuencia de ello, la principal preocupación de muchos gestores de activos es obtener resultados a corto plazo en relación con un *benchmark* determinado o en comparación con sus competidores, aunque los beneficiarios finales tengan interés en el rendimiento absoluto a largo plazo de la inversión.

En definitiva, las circunstancias anteriores recortan valor a las inversiones basadas en los fundamentos de las sociedades y en su valor a largo plazo, lo que somete a las empresas a fuertes presiones en el corto plazo, desincentivando las inversiones que permiten aumentar la competitividad.

Para paliar las disfunciones anteriores, la propuesta de modificación de la Directiva sobre los derechos de los accionistas que se negocia en Europa pretende exigir a los inversores institucionales un doble ejercicio de transparencia:

- De un lado, debieran desarrollar una política concreta para la gestión de los conflictos de intereses, reales o potenciales, en ese ámbito. Y, adicionalmente, divulgar los efectos de su aplicación y los resultados obtenidos con ella.
- De otro lado, debieran también publicar la forma en que su estrategia de inversión se ajusta al perfil y a la duración de sus pasivos. Y cómo contribuye la citada política inversora al rendimiento a medio y largo plazo de sus participaciones en el capital social de las empresas.

b) Insuficiente alineación entre la remuneración y el desempeño de los consejeros

La supervisión de la remuneración de los consejeros por los accionistas también ha resultado ser insuficiente a juicio de la Comisión europea. La remuneración desempeña un papel clave para aproximar los intereses de los consejeros y los accionistas y garantizar que los primeros den prioridad a los intereses de la sociedad. Cabe el riesgo de que, si los accionistas no controlan la remuneración de los consejeros, estos apliquen estrategias de remuneración que redunden en su beneficio pero que quizá no contribuyan a los resultados a largo plazo de la empresa. Son varias las deficiencias detectadas en el marco actual: en primer lugar, la información revelada por las sociedades no es completa, clara ni comparable; en segundo lugar, los accionistas a menudo carecen de cauces suficientes para expresar su opinión sobre la remuneración de los consejeros; y en tercer lugar, las juntas no suelen tener la capacidad expresa de aprobar o rechazar una determinada política retributiva que no sea respetuosa con el interés social.

Por tanto, dados los anteriores antecedentes, la propuesta negociada en Europa persigue hacer más transparentes la política remunerativa y la remuneración real concedida a los consejeros, y perfeccionar la vinculación existente entre esta y el desempeño de los consejeros mejorando la supervisión de que es objeto dicha remuneración por los accionistas. A estos efectos se exigirá que:

Las sociedades publiquen información detallada y de fácil uso sobre la política de remuneración y sobre la remuneración de cada uno de los consejeros. Todas las prestaciones de que disfruten los consejeros, bajo cualquier forma, se incluirán en la política de remuneración y el informe relativo a las remuneraciones.

Los accionistas deberán aprobar la política de remuneración y votar sobre el informe relativo a las remuneraciones, en el que se describirá la manera en que dicha política se

ha aplicado en el último año. Por tanto, ese informe facilita el ejercicio de los derechos de los accionistas y garantiza la rendición de cuentas por parte de los consejeros.

c) Falta de control de las operaciones vinculadas por los accionistas minoritarios

Las operaciones vinculadas, es decir, las transacciones entre una sociedad y sus gestores, consejeros o accionistas de control, permiten extraer valor de la empresa en detrimento de los accionistas, normalmente minoritarios. En muchos casos, los accionistas pueden no recibir información suficiente antes de las transacciones previstas y carecen de las herramientas adecuadas para oponerse.

Para atajar los problemas anteriores, la normativa que se trabaja en Europa:

- Requeriría que las sociedades cotizadas sometan a la aprobación de los accionistas las operaciones vinculadas que representen más del 5% de sus activos, o puedan tener un impacto significativo en los beneficios o el volumen de negocios.
- Asimismo, para las operaciones de menor volumen, las sociedades deberían publicar cualquier operación vinculada que represente más del 1% de sus activos, presentando un informe de experto independiente en el que se evalúe si la transacción se realiza en condiciones de mercado y si está diseñada en términos razonables desde el punto de vista de los accionistas.

d) Falta de transparencia de la labor de los proxy advisors

La creciente relevancia de las participaciones en capital controladas por inversores institucionales, muchas de ellas de carácter transfronterizo, y la complejidad de los aspectos que deben considerarse, están conduciendo al empleo cada vez más generalizado de los asesores de voto. Estas entidades tienen, por lo tanto, una influencia creciente sobre las sociedades cotizadas y su forma de gestión corporativa.

Para paliar los posibles conflictos generados por la intervención de los *proxy advisors*, la normativa en negociación exigirá que estos adopten las medidas oportunas para garantizar que sus recomendaciones de voto estén basadas en un análisis exhaustivo de toda la información disponible y no se vean afectadas por ningún conflicto de intereses real o potencial o relación comercial. En particular, los asesores de voto deberían revelar públicamente datos sobre la forma de elaboración de sus recomendaciones de voto, y comunicar a sus clientes y a las sociedades cotizadas interesadas cualquier conflicto de intereses o relación comercial que pudiera influir en la preparación de tales recomendaciones.

e) Dificultades para el ejercicio de los derechos políticos

Los inversores se enfrentan a crecientes dificultades a la hora de ejercer los derechos que se derivan de sus acciones, sobre todo cuando han invertido en valores en el extranjero y cuando su inversión está intermediada por diversos agentes financieros. Los sistemas actuales presentan tres grandes problemas según los estudios de la Comisión Europea: la imposibilidad de que las empresas puedan identificar a los inversores, la insuficiencia del suministro oportuno de información y de los derechos en la cadena de inversión y las discriminaciones de precios en las tenencias transfronterizas.

A estos efectos, la propuesta de Directiva de la Comisión Europea pone en marcha las siguientes medidas:

- A instancias de las sociedades cotizadas, los intermediarios deberán comunicar sin demora injustificada el nombre y los datos de contacto de los accionistas. Con el fin de proteger los datos personales de los accionistas, los intermediarios deberán informarles de que su nombre y sus datos de contacto podrán ser transmitidos a efectos de su identificación. Además, dicha información no podrá ser utilizada para ningún otro fin distinto de la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas.
- Se permite, no obstante, que una sociedad opte por no comunicarse directamente con sus accionistas. En ese caso, será el intermediario quien deba transmitirles la información anterior, y las sociedades cotizadas estarán, lógicamente, obligadas a facilitar al citado intermediario la información relacionada con el ejercicio de los derechos derivados de las acciones.
- Por último, se exige que los intermediarios faciliten el ejercicio de los derechos de los accionistas, incluido el de participar en las juntas generales. Asimismo, exige a las sociedades que confirmen los votos emitidos en las juntas generales por o en nombre de los accionistas.

f) Insuficiente calidad en la aplicación del «principio de cumplir o explicar»

Como ya se adelantó, se ha comprobado la existencia de importantes deficiencias en lo que respecta a la calidad de los informes sobre la gobernanza empresarial elaborados por las sociedades cotizadas de la Unión Europea. En particular las explicaciones sobre las desviaciones respecto a las recomendaciones incluidas en los códigos de buen Gobierno Corporativo son claramente insuficientes y operan más habitualmente como una mera formalidad vacía de contenido sustantivo. Según los

estudios de la Comisión⁴¹, las empresas no proporcionaron explicaciones suficientes en más del 60% de los casos en que optaron por no aplicar las recomendaciones. La inadecuación de la información suministrada dificulta enormemente la eficacia en la aplicación de las normas de autorregulación. Si para las sociedades el coste de desviación sobre una sugerencia de buen gobierno es cercano a nulo y no requiere la más mínima reflexión interna, la fortaleza de este instrumento de *self regulation* tiende a ser irrelevante.

Ante estas evidencias, la Comisión Europea aprobó la *Recomendación de la Comisión de 9 de abril de 2014 sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial («cumplir o explicar»)*. En la medida en que los códigos de buen Gobierno Corporativo son de aplicación nacional y su contenido es siempre de carácter dispositivo, procedía claramente que la Unión Europea regulara la materia con esta misma naturaleza no vinculante. El objetivo amplio de la recomendación es evitar que las sociedades realicen declaraciones de carácter excesivamente formal y vacío. Ha de huirse, en este sentido, tanto de explicaciones de carácter muy general, que podrían dejar de lado aspectos importantes para los accionistas, como de declaraciones someras de escaso valor informativo. Asimismo, debiera evitarse proporcionar información prolija que no permita hacerse una idea cabal de la situación de la sociedad. En este sentido, las principales sugerencias incluidas son las siguientes:

- Al facilitar la información sobre la no aplicación de una recomendación e Gobierno Corporativo, las sociedades deberían evitar utilizar un lenguaje estereotipado y centrarse en el contexto específico de la empresa que explica la no aplicación.
- Las explicaciones debieran permitir que los accionistas, los inversores y otras partes interesadas comprendan bien la manera en que se administra la empresa. Para ello se facilitaría mucho el acceso a la misma si estuviera publicada en las correspondientes páginas web de las entidades.
- En particular, para el caso de no aplicación de una recomendación individual, las sociedades deberían:
 - a) explicar de qué manera han desatendido esa recomendación;
 - b) describir las razones para ello;
 - c) describir cómo adoptaron la decisión de desatender la recomendación;
 - d) cuando la no aplicación sea temporal, explicar cuándo prevén atender una recomendación específica;
 - e) cuando proceda, describir la medida adoptada en lugar del cumplimiento de la recomendación y explicar cómo contribuye esa medida al logro del

41. «Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States». Septiembre 2009.

objetivo subyacente de la recomendación específica o del código en su conjunto; o aclarar cómo contribuye a la buena gobernanza empresarial.

En cuanto a la supervisión posterior de la calidad de las explicaciones, poco aporta la recomendación. Una de sus disposiciones finales se limita a señalar que «*para motivar a las empresas a dar cumplimiento a lo dispuesto en el código o explicar mejor las desviaciones del mismo, es preciso llevar a cabo una supervisión eficiente a nivel nacional, dentro del marco de los regímenes de control actuales*». Es decir, libertad completa para los Estados. No se avanza, por tanto, en la línea que se atisbaba en el Libro Verde según la cual podría ser recomendable atribuir a un supervisor público (normalmente el encargado de los mercados de valores) una función primordial de vigilancia sobre la aplicación de las normas y recomendaciones de Gobierno Corporativo⁴².

5. REFORMA DEL MARCO LEGAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA

En España se ha producido un intenso e interesante debate que ha culminado en medidas concretas para la mejora del buen gobierno de las empresas. Si la crisis financiera reciente está operando a nivel internacional como el motor primordial para los ajustes del marco de Gobierno Corporativo, resulta de lo más lógico que España, que ha sufrido con especial virulencia los efectos de la recesión económica, lidere a escala europea e internacional las reformas en esta materia.

De este modo, en marzo de 2013, el Gobierno español publicó la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de Gobierno Corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. Esta norma introduce medidas encaminadas a paliar las debilidades que se habían detectado a nivel internacional, en áreas como los sistemas de gestión de riesgos y a asegurar una mayor transparencia en aspectos esenciales como los sistemas retributivos.

En desarrollo de esta norma, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha establecido modelos homogéneos para los informes anuales de Gobierno Corporativo

42. En este sentido, España fue pionera a nivel internacional en atribuir esta función al supervisor de mercados, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas).

y de remuneraciones, lo que facilitará la comprensión de la información, la comparación entre empresas y el aumento del nivel de transparencia.

Pero mucho más trascendental que lo anterior es que el Gobierno español decidió, en mayo de 2013, dentro del marco de su Plan Nacional de Reformas, crear una «Comisión de expertos en materia de Gobierno Corporativo»⁴³. Desde entonces se ha hecho un análisis en profundidad de la normativa existente y de las propuestas internacionales, para debatir e intercambiar ideas sobre los cambios que se consideran más relevantes en esta materia.

Un primer aspecto que se ha discutido, haciéndose eco de los debates ya señalados anteriormente a escala internacional, es la pertinencia de proponer normas legales de buen gobierno, vinculantes para todas las sociedades, a diferencia de las recomendaciones hasta ahora imperantes con carácter general. En España, al igual que en otros países comparables, la publicación de recomendaciones ha contribuido a una notable mejora de las prácticas de las sociedades cotizadas. No cabe duda de que ha sido un sistema útil para lograr buena parte de los objetivos del buen Gobierno Corporativo. Pero la crisis ha evidenciado que existen un conjunto de conductas societarias que, por su manifiesta relevancia para la sana gestión de las empresas, han de ser vinculantes en legítima protección del interés general. Se trata de cuestiones básicas cuya no aplicación determinaría la imposibilidad de alcanzar el objetivo del buen Gobierno Corporativo, y cuya eficacia y contribución están debidamente contrastadas.

En esta línea, la Comisión de Expertos presentó en octubre de 2013 una propuesta de reforma de la legislación societaria cuyo contenido ha sido incorporado prácticamente en su totalidad a la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo. Las medidas que se incluyen van dirigidas fundamentalmente a las sociedades cotizadas, pero muchas de ellas también se proponen para todas las sociedades de capital. Este es un aspecto que tiene especial importancia dada la estructura del tejido productivo español, con predominio de pymes.

Las medidas se estructuran en torno a dos grandes bloques.

El primero de ellos se refiere a aspectos relacionados con los accionistas y, más específicamente, con las juntas de accionistas. Se ha pretendido dar un impulso al

43. Mediante la Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013, por el que se crea una Comisión de expertos en materia de Gobierno Corporativo.

papel de este órgano en la vida de las sociedades, facilitando la participación de los propietarios en las decisiones relevantes. En particular, se reserva a la competencia de la junta general la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales⁴⁴. Adicionalmente, se aumenta significativamente el control de los accionistas sobre la gestión de los administradores. En esta línea, se refuerza la capacidad de supervisión de las juntas y se modifica el concepto de minoría al reducir, en sociedades cotizadas, del 5 al 3% el porcentaje de capital mínimo para ejercitar una serie de derechos relevantes⁴⁵. Igualmente, en sociedades cotizadas, se ha considerado importante promover la asistencia de los accionistas a las juntas, para lo que se rebaja la posible limitación estatutaria máxima actual. En este momento, los estatutos de las sociedades pueden impedir la asistencia a las juntas a aquellos accionistas que no posean al menos el uno por mil del capital, y la propuesta garantiza la capacidad de asistir a todo accionista que sea titular de 1.000 acciones.

Del mismo modo, se mejora, en todas las sociedades, la regulación de los conflictos de interés de los accionistas, incluso con la limitación del derecho de voto en los casos más graves⁴⁶. También para todo tipo de empresas, aunque con especialidades para las cotizadas, se amplía y perfecciona el régimen de impugnación de acuerdos sociales⁴⁷. Igualmente se desarrolla y amplía la regulación de las asociaciones de accionistas de las cotizadas, para garantizar que estas asociaciones tengan como

44. A estos efectos se presume el carácter de esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado.

45. Entre estos derechos de minoría se encuentra la solicitud de convocatoria de junta (artículo 168 de la Ley de Sociedades de Capital), el complemento del orden del día de la junta (artículo 172 de la Ley de Sociedades de Capital), la solicitud de nombramiento de experto independiente en aportaciones no dinerarias (artículo 69 de la Ley de Sociedades de Capital), el ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores (artículos 238 y 239 de la Ley de Sociedades de Capital), la impugnación de acuerdos del consejo (artículo 251 de la Ley de Sociedades de Capital) y el nombramiento de auditores en determinadas circunstancias (artículo 265 de la Ley de Sociedades de Capital).

46. Se extiende a todas las sociedades la prohibición de voto del socio que resulte beneficiado en determinados casos muy claros de conflicto de interés y se incluye una nueva presunción de infracción del interés social en los casos en que el acuerdo social haya sido adoptado con el voto determinante del socio o socios incurso en un conflicto de interés. En caso de impugnación, la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, dispone que corresponderá a la sociedad y, en su caso, al socio o socios afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social mientras que al socio o socios impugnantes les corresponderá la acreditación del conflicto de interés (apartado tres: artículo 190 de la Ley de Sociedades de Capital).

47. Desaparece la distinción entre acuerdos nulos y anulables y se unifican todos los casos de impugnación bajo un régimen general de anulación para el que se prevé un plazo de caducidad de un año en vez de los 40 días previstos en la actualidad. En este mismo orden de cosas se crea una nueva causa de impugnación, consistente en la infracción de los reglamentos de junta o, en el caso del consejo, del reglamento del consejo y se amplía el concepto de interés social. En cuanto a la legitimación, se introduce un nuevo requisito que consiste en exigir, al menos, el 1 por 100 del capital para poder ejercer la acción de impugnación. Asimismo, se intenta evitar el abuso en la impugnación de los acuerdos sociales cuando la impugnación se fundamente en infracciones irrelevantes, como por ejemplo la infracción de requisitos procedimentales (apartados siete a nueve: artículos 204 a 206 de la Ley de Sociedades de Capital).

objeto exclusivo la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios, otorgándoles derechos especiales como el de conocer la identidad de los restantes accionistas de la sociedad⁴⁸.

El segundo bloque de medidas se refiere al funcionamiento del consejo y al estatuto jurídico de sus miembros.

En este ámbito, se reformulan los deberes de diligencia y lealtad del consejo de administración y se refuerza el régimen de responsabilidad por su incumplimiento⁴⁹. Asimismo, se facilita la interposición de la acción social de responsabilidad, reduciendo, en cotizadas, la participación necesaria para ello al 3% y permitiendo su interposición directa en los casos de infracción del deber de lealtad.

En relación con la organización de la administración de las sociedades, se potencia la idea de que el consejo de administración en pleno debe ser el que asuma la responsabilidad de administrar y supervisar la sociedad. Para ello, se establece un listado de facultades indelegables que incluye el control de riesgos en las sociedades cotizadas.

Adicionalmente, se desarrollan las facultades del presidente y del secretario del consejo en las sociedades cotizadas. Y, lo que es más importante, por primera vez, se introduce la obligatoriedad de la figura del consejero independiente coordinador cuando los cargos de presidente y consejero delegado recaigan en la misma persona. Este consejero se le otorgan facultades singulares que refuerzan su posición, como la de solicitar la convocatoria del consejo, ampliar el orden del día, coordinar a los consejeros no ejecutivos y dirigir la evaluación del presidente. También se reduce el periodo máximo de cada nombramiento de consejero de las sociedades cotizadas que no ha de exceder de cuatro años, frente a los seis actuales.

En lo relativo a las retribuciones de los consejeros, la existencia un nuevo informe anual de remuneraciones ha supuesto una mejora sustancial en la transparencia exigida por las normas. Como complemento a esta mayor transparencia, la nueva regulación española propone incluir en la ley principios que deberán inspirar las decisiones

48. Las asociaciones de accionistas deberán estar integradas, al menos, por cien personas, no pudiendo formar parte de ellas los accionistas con una participación superior al 0,5 por ciento del capital con derecho de voto de la sociedad y estarán constituidas mediante escritura pública que deberán inscribirse en el Registro Mercantil y someter sus cuentas anuales a auditoría de cuentas (apartado sesenta: artículo 539.4 de la Ley de Sociedades de Capital).

49. Se tipifican de forma más precisa las conductas consideradas como conductas desleales y se identifican los destinatarios de los deberes de lealtad (apartados quince a veinte: artículos 227 a 230, 232 y 236 Ley de Sociedades de Capital). Asimismo, se amplía el alcance de la sanción por infracción del deber de lealtad, más allá del resarcimiento del daño causado, incluyendo la devolución del enriquecimiento injusto (apartado quince: artículo 227 de la Ley de Sociedades de Capital).

en relación con la remuneración de los administradores y que incorporan cautelas que procuran evitar la asunción excesiva de riesgos. Asimismo, se ha establecido que, en las sociedades cotizadas, la política de retribuciones se someta a la aprobación de la junta de accionistas, al menos cada tres años, sin que pueda realizarse ningún pago a los consejeros que no esté contemplado en la política aprobada por la Junta. Esta política deberá contener la cantidad total a percibir por los consejeros por su pertenencia al consejo, así como todos los detalles y componentes de los sueldos de los ejecutivos⁵⁰. Pero además, en el caso de que los accionistas emitan un voto negativo respecto del informe anual de remuneraciones, deberá realizarse una nueva propuesta de política de remuneraciones con su consecuente aprobación por parte de los accionistas.

Por último, la nueva regulación hace obligatoria en las sociedades cotizadas la existencia de una Comisión de Nombramientos y Retribuciones, cuya exigencia legal se añade a la ya existente de Auditoría. Ambas comisiones deberán estar presididas por consejeros independientes. Esta nueva Comisión debe jugar un papel esencial en determinadas áreas como son el diseño y presentación de la política de retribuciones, la evaluación del consejo, el reclutamiento de consejeros, la promoción del talento interno o los planes para gestionar la sucesión de los presidentes o primeros ejecutivos.

Las medidas anteriores pretenden colocar al ordenamiento jurídico español a la vanguardia de las principales tendencias internacionales en materia de Gobierno Corporativo. Además, se ha seguido trabajando en el ámbito de las recomendaciones y, en el año 2015, la CNMV ha publicado una revisión completa de las recomendaciones contenidas en el Código Unificado de Buen Gobierno, en vigor en España desde 2006. La Comisión de Expertos ha apoyado y asesorado a la CNMV en este proceso de revisión que, adicionalmente, incorpora aspectos relativos a la responsabilidad social de las empresas, con el objetivo último de lograr un desarrollo sano y sostenible de las empresas, no solo en términos financieros sino también sociales. En el capítulo 6 de este Estudio, se tratará en detalle este nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, aprobado el 18 de febrero de 2015 por el Consejo de la CNMV.

50. La política de retribuciones deberá incluir los siguientes aspectos de la retribución de los consejeros ejecutivos: (1) la cuantía de la retribución fija anual y su variación en el periodo al que se refiera la política; (2) los distintos parámetros para la fijación de los componentes variables; y (3) los términos y condiciones principales de sus contratos (duración, indemnizaciones por cese anticipado o terminación de la relación contractual, pactos de exclusividad, no concurrencia post-contractual y permanencia o fidelización).