

## CAPÍTULO 4

# Estructura General de la regulación y supervisión del Gobierno Corporativo

---

**Maria Luisa Streb**

*Subgerente a/c de Asuntos Internacionales de la Comisión Nacional de Valores de Argentina*

**Marissa Reichberg Steinberg**

*Abogado - Fiscalía de Valores de la SVS de Chile*

**Sandra Paredes**

*Analista Senior de la División Control Financiero Valores - Intendencia Supervisión de la SVS de Chile*

1. INTRODUCCIÓN
2. REGULACIÓN
3. INFORMACIÓN REMITIDA AL SUPERVISOR. FACULTADES SANCIONATORIAS
  - 3.1. Normas de Gobierno Corporativo de asunción voluntaria
  - 3.2. Normas de Gobierno Corporativo de carácter obligatorio
  - 3.3. Facultades sancionatorias
4. CÓDIGOS PRIVADOS
5. CONCLUSIONES



## ■ 1. INTRODUCCIÓN

Hace dos décadas, el término Gobierno Corporativo, tenía significado solo para un grupo pequeño de estudiosos y accionistas. Hoy en día representa una inquietud manifiesta entre las empresas, círculos académicos y políticos a nivel mundial. Hay varios sucesos que explican este cambio de comportamiento. Las deficiencias en materia de gobernanza que pusieron en riesgo la estabilidad financiera global durante las crisis de 1998 en Rusia, Asia y Brasil. Poco tiempo después el escándalo, entre otros, de Enron que llevó a la quiebra de la firma y a la disolución de una de las sociedades de auditoría más grandes del mundo. Finalmente la crisis financiera del 2008, potenciada por debilidades de Gobierno Corporativo y una pobre gestión de riesgos.

Es por ello, que reguladores y supervisores han centrado sus esfuerzos en el robustecimiento del Gobierno Corporativo y en promover una mayor transparencia de la información divulgada al mercado, buscando que sea consistente, oportuna e íntegra. En este sentido, como se verá a lo largo de este capítulo, reguladores y supervisores de Iberoamérica han avanzado en el desarrollo de normas que refuerzan el buen Gobierno Corporativo de las entidades supervisadas, algunas de las cuales han sido acompañadas desde el ámbito privado.

Lo que aquí se propone es analizar, de forma general, los diferentes modelos adoptados en el mercado de valores de los distintos países para regular y supervisar los principios de buen gobierno<sup>1</sup>. En la sección que continúa se hará un repaso de la regulación en los países participantes del Estudio, y los epígrafes siguientes tratarán sobre la Información remitida al supervisor, sus facultades sancionatorias, y los códigos privados respectivamente.

## ■ 2. REGULACIÓN

La regulación se puede abordar desde las diferentes modalidades de elaborar las normas, principios o recomendaciones, que nacen del organismo público regulador o por una iniciativa de carácter mixto como sucedió en Perú.

Según se observa de la información proporcionada por los reguladores considerados en este trabajo, todos contemplan en su legislación los principios básicos de Gobierno Corporativo, los cuales son de carácter obligatorio. No obstante, sólo en parte de ellos se han elaborado disposiciones específicas contenidas en Códigos de buenas

---

1. En el Capítulo 6 de este Estudio se analizan la naturaleza y la configuración de las normas de buen gobierno

prácticas, recomendaciones o cuestionarios que permitan detectar la calidad del Gobierno Corporativo de los emisores. A continuación se detallan algunas de estas jurisdicciones que han avanzado al respecto, señalado ya sea a través de documentos elaborados por los organismos reguladores o por entidades autorreguladas:

**Argentina:** Código de Gobierno Societario, Resolución General Comisión Nacional de Valores N° 606/12<sup>2</sup>, también en el Anexo IV del Título IV Régimen Informativo Periódico de las NORMAS CNV 2013<sup>3</sup>.

**Bolivia:** Lineamientos de Gobierno Corporativo para Sociedades Comerciales bolivianas, aprobados por la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas, Resolución Administrativa RA/AEMP/N° 142/2011<sup>4</sup>.

**Brasil:** Cuatro Segmentos de cotización de BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercaderías y Futuros S.A. (BVMF)<sup>5</sup>. Código Reglamento de la Asociación Brasileña de Mercado de Capitales y Mercado Financiero y Mejores Prácticas para la Oferta Pública para la Distribución y Adquisición de Valores<sup>6</sup>. Código de Mejores Prácticas emitido por el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC<sup>7</sup>.

**Chile:** Norma de Carácter General No. 341/12,<sup>8</sup> emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros que establece Normas para la Difusión e Información respecto de los Estándares de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas.

**Colombia:** Circular Externa 28 de 2014 que adopta el Nuevo Código País para emisores de valores, que sustituye el expedido en 2007 sobre Mejores Prácticas Corporativas de Colombia. El nuevo Código establece la obligación de diligenciar y remitir el Reporte de Implementación de dicho código por parte de los emisores de valores<sup>9</sup>.

---

2. <http://www.cnv.gov.ar/LeyesReg/CNV/esp/RGCRGN606-12.htm>

3. <http://www.cnv.gov.ar/LeyesReg/CNV/esp/TOC2013.pdf>

4. <http://www.autoridadempresas.gob.bo/direccion-tecnica-de-defensa-de-la-competencia-y-desarrollo-normativo/gobierno-corporativo>

5. <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>

6. [http://portal.anbima.com.br/financas-corporativas/regulacao/codigo-de-ofertas-publicas/Documents/CodigoOfertasPublicas\\_em-vigor-a-partir-de-03.02.14.pdf](http://portal.anbima.com.br/financas-corporativas/regulacao/codigo-de-ofertas-publicas/Documents/CodigoOfertasPublicas_em-vigor-a-partir-de-03.02.14.pdf)

7. <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18180>

8. [http://www.svs.cl/normativa/ncg\\_341\\_2012.pdf](http://www.svs.cl/normativa/ncg_341_2012.pdf)

9. En Octubre de 2014 se adoptó el Nuevo Código País que incluye un Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas que obligatoriamente debe ser diligenciado y publicado por los emisores de valores en Colombia. El primer diligenciamiento y transmisión del reporte de Implementación, bajo las instrucciones de dicha circular, deberá efectuarse en enero de 2016, informando la situación del emisor en el período comprendido entre enero y diciembre del año 2015. <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/10082461>

**España:** Nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2015, que sustituye al Código Unificado de Buen Gobierno, aprobado por el Consejo de la CNMV en 22 de mayo de 2006 y que fue actualizado parcialmente en junio de 2013<sup>10</sup>.

**Panamá:** Acuerdo 12-2003 de 11 de noviembre de 2003, que recomienda principios de buen Gobierno Corporativo para sociedades registradas en la Superintendencia del Mercado de Valores<sup>11</sup>.

**Perú:** el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013) fue producto del consenso de 14 instituciones, tanto públicas como privadas, lideradas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), no siendo aprobado por Ley o norma de la Superintendencia. Sin embargo, el referido Código es tomado como base por la SMV para exigir a las empresas cuyos valores se encuentren inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, la revelación de su grado de cumplimiento a través del "Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas" aprobado por Resolución de Superintendencia N° 012-2014-SMV/01<sup>12</sup>.

**Portugal:** Reglamento No. 4/2013, relativo al gobierno de las sociedades<sup>13</sup>.

En la mayoría de los países de la muestra, lo que se ha observado es que el principal responsable de elaborar las normas, principios o recomendaciones de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en el mercado de capitales han sido los reguladores de valores quienes, en algunos casos, tienen además jurisdicción sobre los bancos o compañías de seguros. En algunos países, las bolsas de valores también están facultadas para emitir normativa en este sentido, no obstante, sólo en Brasil la BM&FBOVESPA-Bolsa de Valores, Mercaderías y Futuros S.A. (BVMF) ha emitido normas en relación a las prácticas de Gobierno Corporativo de las entidades que transan en ellas, cuyo cumplimiento es necesario dependiendo del segmento de cotización al cual el emisor desee pertenecer. La BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercaderías y Futuros S.A. (BVMF) separa a las entidades cotizadas en distintos segmentos dependiendo de las características de su Gobierno Corporativo, siendo voluntaria la adhesión a cada uno de ellos dependiendo del compromiso que asuma la sociedad respecto de su estructura de control, accionistas y de sus reglas de

---

**10.** Este nuevo código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, elaborado con el apoyo y asesoramiento de la Comisión de expertos, fue aprobado por el Consejo de la CNMV el 18 de febrero de 2015. [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_buen\\_gobierno.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf)

**11.** <http://supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2003/579-acuerdo-12-2003/file>

**12.** [http://www.smv.gob.pe/Frm\\_VerArticulo.aspx?data=2DDBB5C2CD1060AE030E6D507521DFA95226841C006BE952238AA33F3F6453C1BDF3E8849B](http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=2DDBB5C2CD1060AE030E6D507521DFA95226841C006BE952238AA33F3F6453C1BDF3E8849B)

**13.** [http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Regulamentos/Reg2013/Pages/Reg\\_2013\\_04.aspx](http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/Reg2013/Pages/Reg_2013_04.aspx)

Gobierno Corporativo, siendo éstas más estrictas que las de la Ley de Sociedades Anónimas de ese país.

### **3. INFORMACIÓN REMITIDA AL SUPERVISOR. FACULTADES SANCIONATORIAS**

En este epígrafe se hará referencia a la información remitida al supervisor sobre Gobierno Corporativo, la publicidad que se da a la misma y las acciones de fiscalización que se pueden llevar a cabo por el supervisor, así como sus facultades sancionatorias, focalizando el análisis en el mercado de valores<sup>14</sup>.

De acuerdo a la información remitida por los países que forman parte de este Estudio, se ha podido constatar que en su mayoría cuentan con un ente regulador de carácter público que, entre otras funciones, se encuentra a cargo de supervisar el cumplimiento de las normas existentes en materia de Gobierno Corporativo. De los países encuestados sólo Guatemala no cuenta con un organismo público encargado de esta materia.

En su mayoría estos organismos reguladores disponen de facultades legales para exigir la remisión de información por parte de las empresas fiscalizadas, así como para exigir la publicidad de aquella de carácter relevante. Además, pueden dictar instrucciones y aplicar sanciones en caso de incumplimiento de las leyes, reglamentos o normas que rigen el funcionamiento del mercado de valores. Al efecto, cabe señalar que las facultades con que cuentan estos organismos están establecidas en términos generales para las actividades desarrolladas en el ámbito del mercado de valores y no se refieren particularmente al Gobierno Corporativo, que se manifiesta como un elemento dentro de dicho ámbito.

Respecto de las normas particulares sobre Gobierno Corporativo con que cuentan los diversos países, las acciones de supervisión varían dependiendo de si dichas normas son de carácter obligatorio o de asunción voluntaria, como se verá a continuación:

#### **3.1. Normas de Gobierno Corporativo de asunción voluntaria**

Respecto de aquellas normas de carácter voluntario, generalmente la entidad reguladora supervisa que aquellas empresas que las asuman, informen adecuadamente

---

**14.** Algunos reguladores de la muestra tienen además competencia sobre el sector bancario o de seguros. Aquí no se hará referencia a estas áreas, salvo en los pocos casos en los que las jurisdicciones no han hecho mención alguna al mercado de valores.

sobre su grado de cumplimiento al público y al regulador. En caso de sistemas “cumple o explica” o similares,<sup>15</sup> se ha observado que varios de los países adoptan un sistema de informe anual<sup>16</sup> emitido por los mismos fiscalizados. Otra alternativa existente, es exigir que dichas normas se incluyan en sus estatutos (sistemas de sometimiento voluntario)<sup>17</sup>. En todos estos casos el regulador, de conformidad a sus facultades legales, velará por la adecuada información pública, el cumplimiento de los plazos de entrega y el contenido de la misma.

En cuanto a la forma en que deben ser informadas aquellas prácticas de Gobierno Corporativo que no tienen el carácter de ser obligatorias, los organismos reguladores han requerido revelar su cumplimiento de manera anual, ya sea a través de un formato de respuesta a un cuestionario o de un informe particular como es el caso de Bolivia, Chile, España, Argentina y Panamá, y en los dos últimos países además esta información debe ser incorporada en la Memoria Anual del emisor y en los prospectos de emisión, respectivamente. En Perú, la información del cumplimiento de las prácticas de buen Gobierno Corporativo no debe ser informada en un documento aparte, sino que debe ser incluida en la Memoria Anual, así como en los prospectos de emisiones de valores.

La intención de los reguladores es que la información respecto de las prácticas de Gobierno Corporativo sea conocida por los inversionistas y el público general, por esta razón los antecedentes recibidos, a través de los medios señalados en el párrafo anterior, deben ser puestos a disposición del público ya sea en el sitio web del regulador y/o en el sitio web del emisor, además de incorporarlos en los informes anuales o prospectos de emisión, como se señaló previamente. Por ejemplo, en Argentina, Chile, España

---

**15.** En términos generales, en el esquema de “cumple o explica”, las sociedades tienen que indicar su grado de cumplimiento respecto a los principios y recomendaciones del Código de Gobierno Corporativo vigente. Las sociedades son libres para cumplir o no estos principios y recomendaciones, pero en caso de no cumplimiento o seguimiento parcial, se debe incluir una explicación detallada de los motivos.

**16.** En Argentina, Chile, Colombia, España y Perú, las sociedades tienen que indicar su grado de seguimiento respecto a las recomendaciones del código, principios o directrices de Gobierno Corporativo establecidos por el regulador, según la modalidad de “cumple o explica” y se informa anualmente por los emisores de valores. En Panamá a través de la actualización anual de un cuestionario sobre Gobierno Corporativo y en Portugal y República Dominicana deben divulgar en un informe anual sobre la estructura y prácticas de Gobierno Corporativo, en los dos primeros, deben informar conforme a la modalidad “cumple o explica”. En Bolivia los Lineamientos de Gobierno Corporativo para Sociedades Comerciales Bolivianas, sólo deben ser informados anualmente en el “Reporte Anual de Gobierno Corporativo” por las empresas que voluntariamente se hayan sometido a ellos.

**17.** En Ecuador la implementación de prácticas de Buen Gobierno Corporativo de las sociedades sujetas al control de la Superintendencia de Compañías son voluntarias, pero si dichas prácticas son puestas en conocimiento del organismo de control como una reforma de sus estatutos sociales, éste las aprobará y serán de cumplimiento obligatorio por parte de la compañía. En este sentido, el Código de Gobierno Societario de la CNV de Argentina también promueve en su principio IX “Profundizar el Alcance del Código” que las sociedades incluyan las previsiones que hacen a las prácticas del buen gobierno en el Estatuto Social.

y Perú, la información es publicada en el sitio web del Regulador, y en el caso de Perú a través de la difusión de los informes anuales, y adicionalmente en Chile y España se obliga a los emisores a publicar dicha información en su sitio web. Por su parte, en países como Bolivia y Panamá los informes deben ser difundidos en el sitio web del emisor y en Panamá, también son publicados en la Bolsa de Valores de ese país.

En los casos de normas de Gobierno Corporativo de carácter voluntario, las facultades sancionatorias del regulador están referidas sólo al deber de informar por parte del regulado. Además, el deber de información va aparejado al deber de otorgar información veraz y suficiente al mercado, ya que la entrega de cualquier tipo de información falsa o incompleta tiene asociadas sanciones específicas en cada una de las legislaciones que forman parte de este estudio.

### 3.2. Normas de Gobierno Corporativo de carácter obligatorio

En caso de exigencias relativas a Gobierno Corporativo de carácter obligatorio<sup>18</sup>, éstas generalmente se encuentran contenidas en las leyes o reglamentos, y deben ser informadas a través de los reportes financieros anuales, información relevante al mercado y otros informes de carácter mandatario establecidos por el ente regulador, cuya fiscalización le corresponderá al mismo, conforme a los sistemas que tenga establecidos al efecto.

Estas exigencias, generalmente, se refieren a normas sobre el funcionamiento de los distintos órganos de la empresa, tanto en su directorio como en las asambleas, así como información relevante que debe ser otorgada al mercado, respecto de las cuales se aplican las normas generales sobre supervisión y sanción por parte del Regulador establecidas en cada jurisdicción.

Finalmente es importante señalar que algunos de los países cuentan con una supervisión paralela realizada por un organismo de carácter privado o autorregulador<sup>19</sup>, que puede emitir informes e incluso llegar a aplicar sanciones respecto de sus regulados.

### 3.3. Facultades sancionatorias

A continuación, se resume la forma en que se tratan los aspectos señalados precedentemente en cada uno de los países encuestados, en relación a la supervisión del Gobierno Corporativo.

---

**18.** Operaciones con partes relacionadas, Juntas de Accionistas, Funcionamiento del Directorio, Información sobre Controlador, etc.

**19.** En Brasil BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercaderías y Futuros S.A. tiene facultades de fiscalización de las informaciones divulgadas públicamente respecto de Gobierno Corporativo por las sociedades cotizadas a través de sistemas electrónicos públicos.



## Argentina

El organismo encargado de supervisar el cumplimiento de las normas del Gobierno Corporativo es la Comisión Nacional de Valores (CNV), facultad encomendada a través del art. 19 de la Ley de Mercado de Capitales (en adelante LMC), No. 26.831/2012<sup>20</sup>. La CNV cuenta con un régimen informativo periódico de remisión de documentación en forma diaria, semanal, mensual, trimestral, y anual por parte de las entidades bajo su control. Dicha información se encuentra en la web bajo la denominación de "Auto-pista de Información Financiera" (en adelante AIF)<sup>21</sup>. La instrucción de sumarios y las resoluciones finales son puestas en conocimiento público a través de la AIF.

El Código de Gobierno Societario, Resolución General CNV No. 606/2012, que sigue la modalidad de "cumple o explica", se informa anualmente por los emisores de valores conforme a lo dispuesto en el Anexo IV del Título IV Régimen Informativo Periódico de las NORMAS CNV 2013.

Los Emisores deben informar si cumplen o no con el Código de Gobierno Corporativo de la CNV. Si no lo cumplen deben explicar por qué. El cumplimiento es voluntario, pero no así el deber de informar. De no hacerlo, las sociedades emisoras pueden ser sancionadas por el artículo 132 de la LMC, No. 26.831/2012.

Las obligaciones de veracidad de la información quedan bajo la responsabilidad del emisor, directores y síndicos. De verificarse que la Emisora ha provisto información falsa, podrá aplicarse el artículo 132 de la LMC, así como alguna de las facultades que se indican en los párrafos siguientes.

Asimismo, la LMC otorga al Organismo Supervisor el poder disciplinario en relación a las violaciones de la ley, con facultad para requerir informes, realizar inspecciones e investigaciones sobre las personas sujetas a su fiscalización, recabar el auxilio de la fuerza pública, iniciar acciones judiciales, denunciar delitos y constituirse en parte querellante (art. 20 de la LMC). Las sanciones previstas ante la detección de infracciones a la LMC y a las normas reglamentarias<sup>22</sup> son: apercibimiento, multa, inhabilitación para ejercer funciones como miembro de un órgano societario, suspensión del régimen de oferta pública, o prohibición para efectuar ofertas públicas de valores. Las sanciones de apercibimiento tienen por finalidad advertir sobre la reiteración de dicha conducta en el futuro. En cambio, las resoluciones definitivas que aplican sanciones mayores a la de apercibimiento, pueden traer aparejada la responsabilidad de los miembros de los órganos sociales. Las decisiones definitivas que aplican sanciones

---

20. <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/Leyes/esp/LEY26831.htm>

21. [http://www.cnv.gob.ar/info\\_Financiera.asp?Lang=0](http://www.cnv.gob.ar/info_Financiera.asp?Lang=0)

22. <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/CNV/esp/TOC2013.pdf>

mayores al aperebimiento, cuentan con un recurso directo ante la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Federal de la jurisdicción que corresponda. La resolución del recurso en instancia judicial y su eventual apelación extraordinaria, es también publicada en la AIF, tomando estado público.

## Bolivia

Los Lineamientos de Gobierno Corporativo para Sociedades Comerciales bolivianas, fueron aprobados por la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas (AEMP) mediante Resolución Administrativa RA/AEMP/No.142/2011. Conforme a lo señalado en la medida 20 de los citados Lineamientos, debe ser sujeto a evaluación y emisión un Reporte Anual de Gobierno Corporativo, a aprobarse y publicarse por los administradores de la Sociedad, y puesta en consideración de la Junta de Accionistas, para verificación de su cumplimiento. No obstante, al ser recomendaciones, lineamientos y/o principios de Gobierno Corporativo, las sociedades pueden acogerse voluntariamente a los mismos, no siendo sujetos a control en cuanto su cumplimiento y en caso de acogerse voluntariamente sólo se sujetan a la evaluación y emisión del Reporte Anual de Gobierno Corporativo, señalado precedentemente.

Respecto a las leyes, reglamentos y otras normas de carácter obligatorio que contengan disposiciones relativas a Gobierno Corporativo, la AEMP fiscaliza, controla, supervisa y regula las actividades de las empresas en lo relativo al Gobierno Corporativo, defensa de la competencia, reestructuración de empresas y registro de comercio. Puede obligar al cumplimiento y sancionar la inobservancia de obligaciones imperativas contenidas en el Código de Comercio aplicables al tipo societario, a cuyo efecto cuenta con el Reglamento de Sanciones e Infracciones Comerciales de la AEMP<sup>23</sup>.

Con respecto a las entidades de intermediación financiera a Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) emitió las Directrices Básicas para la Gestión de un Buen Gobierno corporativo, que son de cumplimiento obligatorio<sup>24</sup>. ASFI supervisa la administración de las entidades financieras que se sujetan a las disposiciones de la misma Ley de Servicios Financieros, No. 393/2013,<sup>25</sup> y sus reglamentos, y a la normativa sobre Gobierno Corporativo emitida por dicha Autoridad. ASFI tiene amplias facultades de supervisión y sanción sobre sus regulados (art. 16 y 23 de la Ley No. 393). Respecto de sanciones por el retraso o no envío de información (Informe de Gobierno Corporativo), la ASFI tiene facultades sancionatorias otorgadas por las directrices que podrían ser pecuniarias.

---

23. <http://www.autoridadempresas.gob.bo/direccion-tecnica-de-fiscalizacion-y-verificacion-de-cumplimiento-de-obligaciones-comerciales/resoluciones>

24. <http://servdmzw.asfi.gob.bo/circular/textos/L03T01.pdf>

25. <https://www.asfi.gob.bo/LinkClick.aspx?fileticket=nZt5SxuclAM%3d&tabid=212&mid=850>

## Brasil

La *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM) es responsable de la supervisión y fiscalización de las compañías cotizadas, incluso con respecto a las reglas de Gobierno Corporativo establecidas por la Ley de Sociedades Anónimas que contiene los principios y las normas básicas sobre Gobierno Corporativo (Ley de Sociedades Anónimas, No. 6.404/1976)<sup>26</sup>. Para orientar sus actividades de supervisión, la CVM incluye el análisis de la solicitud de registro inicial de emisoras, la fiscalización de la actualización de registros, la fiscalización de la divulgación de informaciones y la supervisión de las operaciones societarias realizadas por compañías cotizadas. Estas actividades se fundan en un sistema de supervisión basada en riesgos del mercado de valores (en adelante SBR). A través del SBR se establece un Plan de Supervisión Bienal que define las prioridades de la regulación y supervisión que deben ser observadas por la CVM en los próximos dos años.

El modo de actuación de la CVM y sus mecanismos de supervisión están expresamente previstos por ley (art. 9 de la Ley 6.385/1976)<sup>27</sup>. Respecto a la supervisión de la entrega de información por parte de las compañías cotizadas, la CVM utiliza sistemas electrónicos que permiten recibir datos simultáneamente por la agencia supervisora y su divulgación al mercado. A través de este tipo de sistemas, la CVM verifica la efectiva presentación de los documentos exigidos por la normativa y, en su caso, la calidad de la información proporcionada.

La CVM tiene facultades para aplicar sanciones por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en la Ley de Sociedades por Acciones y las instrucciones emitidas por ella, incluso en razón de la omisión de informaciones requeridas por las normas o por difusión de información falsa o incompleta.

Una vez aclarado, a través de un procedimiento administrativo, la violación de la Ley de Sociedades por Acciones o de normas emanadas de ella, la CVM podrá imponer a los infractores, según el caso, las siguientes sanciones: (i) advertencia, multa, suspensión del ejercicio de puesto de administrador o consejero fiscal compañía cotizada, de entidad del sistema de distribución o de otras entidades que requieran autorización o registro de la CVM; (ii) inhabilitación temporal, hasta un máximo de veinte años para el ejercicio de las funciones mencionadas en el punto anterior; (iii) suspensión de la autorización o del registro para la ejecución de actividades en el mercado de valores; (iv) cancelación de la inscripción o autorización para el ejercicio de las actividades en el mercado de valores; (v) prohibición temporal a un máximo de veinte años de práctica de

---

26. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)

27. <http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6385.asp>

ciertas actividades u operaciones a los miembros del sistema de distribución u otras entidades que requieren autorización o registro en la CVM; y (vi) prohibición temporal a un máximo de diez años de actuación, directa o indirectamente, en uno o más tipos de transacciones en el mercado de valores. Las sanciones impuestas se pueden apelar al Consejo de Apelaciones del Sistema Financiero Nacional.

Por su parte, la BM&FBOVESPA–BVMF tiene facultades de fiscalización de las informaciones divulgadas públicamente por las sociedades cotizadas a través de sistemas electrónicos de propiedad de la CVM. La obligación de cumplir con los requisitos de Gobierno Corporativo se basa en la adhesión a los reglamentos, y la aplicación de los acuerdos de participación en los segmentos celebrados entre empresas y BVMF.

En el caso de infracciones al reglamento, existe derecho de defensa a los infractores y, conforme el caso, la BVMF podrá aplicar sanciones pecuniarias o no pecuniarias previstas en dichos reglamentos.

### Chile

Las normas sobre Gobierno Corporativo de sociedades anónimas abiertas se establecen en las leyes, reglamentos y normas dictadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante SVS) y otras Superintendencias del sector financiero (superintendencia de bancos y superintendencia de administradoras de fondos de pensiones). La Norma de Carácter General N° 341/2012<sup>28</sup>, emitida por la SVS, establece Normas para la Difusión e Información respecto de los Estándares de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas, bajo el sistema de "cumpla o explique".

La SVS posee las facultades otorgadas en el artículo 4 de su Ley Orgánica, D.L. No. 3.538/2011<sup>29</sup>, que se refieren a velar por que las personas o instituciones fiscalizadas, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan, y, sin perjuicio de las facultades que éstos le otorguen, está investida, entre otras, de las siguientes atribuciones: (i) interpretar administrativamente, en materias de su competencia, las leyes, reglamentos y demás normas que rigen a las personas o entidades fiscalizadas, y fijar normas; (ii) examinar todas las operaciones, bienes, libros, cuentas, archivos y documentos de los sujetos o actividades fiscalizados y requerir los antecedentes que juzgue necesarios; (iii) pedir la ejecución y presentación de balances y estados financieros en las fechas que estime convenientes, para comprobar la exactitud e inversión de los capitales y fondos; (iv) inspeccionar, por medio de sus empleados o de auditores externos, a

---

28. [http://www.svs.cl/normativa/ncg\\_341\\_2012.pdf](http://www.svs.cl/normativa/ncg_341_2012.pdf)

29. [http://www.svs.cl/sitio/legislacion\\_normativa/marco\\_legal/DL\\_3538\\_dic2011.pdf](http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/DL_3538_dic2011.pdf)

las personas o entidades fiscalizadas; (v) requerir de las personas o entidades fiscalizadas que proporcionen información al público sobre su situación jurídica, económica y financiera, y (vi) citar a declarar toda persona que estime necesario para el cumplimiento de sus funciones.

Tanto en lo relativo a la falta de información, entrega tardía o entrega de información falsa sobre Gobierno Corporativo relativo a las normas de asunción voluntarias contenidas en la Norma de Carácter General N° 341/2012, como respecto al cumplimiento de las normas de carácter obligatorio contenidos en las leyes, reglamentos y otras normas, conforme a lo señalado en los artículos 27 y 28 de la Ley Orgánica de la SVS, ésta podrá aplicar las siguientes sanciones a las sociedades anónimas, a las personas u otras entidades sujetas a su fiscalización que incurrieren en infracciones a las leyes, reglamentos, estatutos y demás normas que las rijan, o en incumplimiento de las instrucciones y órdenes que les imparta: censura, multa a beneficio fiscal y revocación de la autorización de existencia de la sociedad, cuando proceda.

## Colombia

El organismo encargado de supervisar el cumplimiento de políticas y normas de Gobierno Corporativo de las entidades listadas, ejerzan éstas una actividad financiera vigilada o no, es la Superintendencia Financiera de Colombia.

A través de la Delegatura para Emisores, Portafolios de Inversión y otros Agentes, se supervisa el Gobierno Corporativo de las sociedades listadas que no realizan una actividad financiera sujeta a vigilancia. La misma ejerce sobre los emisores sometidos al control de la Superintendencia, y no vigilados por ésta, las siguientes funciones: administra el Registro Nacional de Valores y Emisores y vela por su manejo y actualización, por la calidad, oportunidad y suficiencia de la información que los emisores suministran al mercado de valores y por el cumplimiento de las políticas y normas de Gobierno Corporativo.

La Delegatura de Riesgos de Conglomerados y Gobierno Corporativo supervisa el Gobierno Corporativo de todas las entidades vigiladas, incluidas las sociedades listadas. Esta hace un seguimiento y evaluación sobre el Gobierno Corporativo de las entidades vigiladas, incluyendo aquellas que pertenezcan a un conglomerado, cuando a ello haya lugar, entrega periódicamente al superior inmediato un reporte del análisis del Gobierno Corporativo de las entidades vigiladas (Decreto 2555/2010)<sup>30</sup>.

Para el cumplimiento de las funciones antes mencionadas, la Superintendencia Financiera cuenta con las siguientes facultades de supervisión contempladas en el

---

30. <http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/regulacionfinanciera>

artículo 326 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero<sup>31</sup> de aprobación u objeción para el funcionamiento de entidades, funciones respecto de la actividad de las entidades, funciones de control y vigilancia y de prevención y sanción.

### Costa Rica

La Superintendencia General de Valores es la encargada de supervisar el cumplimiento de las normas de Gobierno Corporativo en los participantes del mercado de valores costarricense. Al efecto, además de las leyes, la normativa contempla el Reglamento de Gobierno Corporativo, emitido por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero<sup>32</sup> (Conassif) de observancia para los emisores financieros. Las facultades de que dispone la Superintendencia General de Valores se encuentran conferidas en el artículo 3 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, No. 7732/1997<sup>33</sup>, y en su artículo 8 se definen las atribuciones del Superintendente. Los mecanismos de supervisión utilizados para verificar el cumplimiento de las normas en cuestión incluyen supervisiones *in situ* (auditorías) y supervisiones *extra situ*. La definición y aplicación de medidas precautorias, así como el inicio de procedimientos administrativos pueden finalizar con la aplicación de una sanción administrativa, según corresponda. Las sanciones se encuentran descritas en el título IX de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y pueden abarcar desde la suspensión de la actividad hasta la imposición de una sanción pecuniaria.

Por otra parte, se regula el Gobierno Corporativo a través del Reglamento de Gobierno Corporativo de la Bolsa Nacional de Valores, que es aplicable para los emisores no financieros. Este Reglamento, ha sido redactado bajo la filosofía de "cumpla o explique", por lo que no se efectúan labores de supervisión sino que las entidades deben emitir un Reporte Anual de Cumplimiento, por medio del cual se entere a los accionistas, inversionistas y público en general, del estado de aplicación de las mejores prácticas contenidas en el Reglamento.

### Ecuador

La Superintendencia de Compañías y Valores como organismo de control societario, es el encargado de aprobar, de ser el caso, la implementación de las prácticas de Buen Gobierno Corporativo de las sociedades sujetas a su control y por ende de supervisar su cumplimiento. Al efecto, la Superintendencia de Compañías, como entidad

---

31. [http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/codigo/estatuto\\_organico\\_sistema\\_financiero\\_pr012.html#326](http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/codigo/estatuto_organico_sistema_financiero_pr012.html#326)

32. Órgano colegiado de dirección superior que ejerce labora directiva respecto de las Superintendencias del sector financiero, entre las que se cuenta la Superintendencia General de Valores.

33. <http://www.Sugeval.fi.cr/normativa/Paginas/LeyReguladoradelMercado.aspx>

de control societario y del mercado de valores, en el ámbito de su competencia y acorde a lo dispuesto en la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil<sup>34</sup>, la Ley de Compañías, la Ley de Mercado de Valores, el Código Orgánico Monetario y Financiero, y las regulaciones que emita la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, tiene facultad para expedir normas que considere necesarias para el buen gobierno, vigilancia y control de las compañías sujetas a su control.

La implementación de prácticas de Buen Gobierno Corporativo de las sociedades sujetas al control de la Superintendencia de Compañías y Valores son voluntarias, pero si dichas prácticas son puestas en conocimiento del organismo de control como una reforma de sus estatutos sociales, éste las aprobará y serán de cumplimiento obligatorio por parte de la compañía.

## El Salvador

La Superintendencia del Sistema Financiero (en adelante SSF), es la entidad encargada de supervisar el cumplimiento de las disposiciones legales aplicables a las entidades participantes del mercado de valores; así como las normas emitidas por el Comité de Normas, incluyendo las relativas a Gobierno Corporativo. Al efecto, el Banco Central de Reserva, a través del Comité de Normas, es el organismo responsable de aprobar el marco normativo técnico que debe dictarse para regir la actividad y servicios prestados por las entidades supervisadas a cargo de la SSF, y entre éstas, a las que participan en el mercado de valores como emisores, como son las sociedades cotizadas. Además, regula la aplicación de las Normas de Gobierno Corporativo para las Entidades Financieras, Resolución NPB4-48<sup>35</sup>, entre las que se encuentran sociedades cotizadas.

Las facultades reconocidas al supervisor están determinadas en los artículos 3, 4, 5 y 6 de la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero<sup>36</sup>, las del Consejo Directivo en el artículo 15 de la mencionada Ley, y las del Superintendente como encargado de la ejecución de las resoluciones del Consejo Directivo y de la dirección de las actividades de la SSF en el artículo 19 de la misma Ley.

La SSF, realiza su labor de supervisión con base en manuales de supervisión e inspecciones *in-situ* y *extra-situ*. Las facultades de supervisión otorgadas a la SSF por la Ley de Supervisión y Regulación, le permite realizar las siguientes actividades: (i) hacer un

---

34. <http://www.cip.org.ec/attachments/article/2263/SUPLEMENTO%2020%20DE%20MAYO%20DE%202014.pdf>

35. [http://www.ssf.gob.sv/images/stories/desc\\_normas\\_prud\\_bancos/NPB4-48.pdf](http://www.ssf.gob.sv/images/stories/desc_normas_prud_bancos/NPB4-48.pdf)

36. <http://www.asamblea.gob.sv/eparlamento/indice-legislativo/buscador-de-documentos-legislativos/ley-de-supervision-y-regulacion-del-sistema-financiero>

seguimiento permanente de los mercados financieros para identificar prácticas que podrían atentar contra su eficiencia y transparencia; (ii) requerir a los supervisados el acceso directo a todos los datos, informes o documentos sobre operaciones por los medios y la forma que la Superintendencia defina; (iii) practicar a los supervisados auditorías, inspecciones, revisiones; comunicar a los supervisados las deficiencias, excesos, irregularidades o infracciones que se notaren en sus operaciones; (iv) instruir en contra de los supervisados los procesos administrativos correspondientes y aplicar las sanciones a que hubiere lugar; y (v) requerir y obtener de otras dependencias de la Administración Pública información y datos necesarios para el desempeño de sus funciones.

### España

Corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) el seguimiento de las reglas de Gobierno Corporativo, a cuyo efecto puede recabar cuanta información precise al respecto, así como hacer pública la información que considere relevante sobre su grado efectivo de cumplimiento. Señalar que el modelo de Gobierno Corporativo en España es híbrido, por un lado existen normas de obligado cumplimiento y, por otro, existen recomendaciones que bajo el principio de "cumplir o explicar" las sociedades pueden seguir o no.

La Circular 5/2013<sup>37</sup> de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, establece los modelos de Informe Anual de Gobierno Corporativo (en adelante IAGC) 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. Por otra parte, la Circular 4/2013<sup>38</sup> de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, establece los modelos de Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros (en adelante IARC) de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

La CNMV realiza anualmente un plan de supervisión sobre las normas de Gobierno Corporativo. En el caso de los IAGC y los IARC, las revisiones sustantivas de dicha información se realizan de forma limitada. Cada año se selecciona unas materias concretas que son objeto de revisión y una muestra de entidades que permite que cada 4 años se revisen los informes de todas las sociedades. Para determinar la muestra que se van a supervisar anualmente, se utiliza un modelo selección que además de tener en cuenta la rotación y analizar todas las sociedades del Ibex 35, sigue el criterio de incluir las sociedades que presentan un perfil de riesgo alto.

---

37. <http://www.boe.es/boe/dias/2013/06/24/pdfs/BOE-A-2013-6805.pdf>

38. <http://www.boe.es/boe/dias/2013/06/24/pdfs/BOE-A-2013-6804.pdf>



La legislación española contempla un régimen sancionador para los incumplimientos de la normativa de Gobierno Corporativo y la CNMV es el órgano encargado de incoar los expedientes sancionadores. Al efecto, se considera infracción grave la falta de elaboración o de publicación del IAGC o la existencia en dichos informes de omisiones o datos falsos o engañosos. Por la comisión de infracciones graves las sanciones contempladas consisten en imponer al infractor una multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el 2 por ciento de los recursos propios de la entidad infractora, el 2 por ciento de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 300.000 euros.

### Guatemala

No existe un órgano supervisor como tal, solamente hay un Registro Mercantil, el cual es el encargado de inscribir todo los actos relativos a las sociedades. La regulación se encuentra en el Código de Comercio<sup>39</sup>.

### Honduras

El organismo encargado de supervisar el cumplimiento de la norma de Gobierno Corporativo, Resolución No.300/2005<sup>40</sup>, es la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, a través de la Superintendencia de Seguros y Superintendencia de Valores, que dispone de amplias facultades expresadas a través del decreto Ley de Comisión Nacional de Bancos y Seguros, y los mecanismos de supervisión son mediante auditorias o exámenes *in situ* y *extra situ*.

### México

El organismo encargado de supervisar el cumplimiento de las normas en materia de Gobierno Corporativo es la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), fundamentado en la Ley del Mercado de Valores y sus Disposiciones de Carácter General<sup>41</sup>. La Comisión supervisa y regula en el ámbito de su competencia a las entidades integrantes del sistema financiero mexicano, a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantiene y fomenta el sano y equilibrado desarrollo de dicho sistema en su conjunto, en protección de los intereses del público. Supervisa y regula a las personas físicas y demás personas morales, cuando realizan actividades previstas en las leyes relativas al citado sistema financiero.

---

39. <http://leydeguatemala.com/codigo-de-comercio/14/>

40. [www.cnbs.gov.hk](http://www.cnbs.gov.hk) > Marco Legal > Circular, CNBS No.016/2005

41. <http://www.cnbv.gob.mx/Paginas/NORMATIVIDAD.aspx>

La supervisión que realiza la Comisión comprende el ejercicio de las facultades de inspección, vigilancia y prevención. La vigilancia se realiza por medio del análisis de la información económica y financiera, a fin de medir posibles efectos en las entidades financieras y en el sistema financiero en su conjunto.

La supervisión que efectúa la Comisión respecto de las personas físicas y demás personas morales, cuando realizan actividades previstas en las leyes relativas al sistema financiero, tienen por propósito que tales personas observen debidamente las citadas leyes, así como las disposiciones que emanen de ellas. El incumplimiento de las normas da lugar a sanciones contempladas en las leyes.

Las sanciones que puede imponer la CNBV son de distintos tipos: i) amonestación con apercibimiento; ii) multa de 100 a 5,000 días de salario; iii) multa adicional por cada día que persista la infracción, iv) clausura temporal, parcial o total y; v) el auxilio de la fuerza pública.

Las sanciones por incumplimiento al Gobierno Corporativo pueden consistir en: i) que no se autorice la operación a las personas morales que no cumplan con lo dispuesto por la Ley o, ii) cuando ya se encuentren autorizadas, que no cambien sus estatutos sociales conforme a la Ley, o no sometan a la aprobación de la CNBV los mismos. Las sanciones dependen de la entidad y del tipo de incumplimiento, y están contenidas en el artículo 392 de la LMV, y pueden variar según los antecedentes del caso, atenuantes y otros factores establecidos en la ley.

### Panamá

La Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante SMV) está facultada para emitir políticas y exigir el cumplimiento de Principios de Buen Gobierno a las entidades reguladas y supervisadas.

En el caso de empresas cotizadas en la Bolsa de Valores de Panamá, cuyas emisiones se encuentran registradas ante la Superintendencia, la SMV sólo está facultada mediante Ley del Mercado de Valores<sup>42</sup> para recomendar la adopción de Principios de Gobierno Corporativo para estas entidades emisoras (art. 10 de la Ley).

Una vez que la emisión se registra ante la Superintendencia, se pone a disposición del regulador y del mercado en general un cuestionario en donde se informa que principios de

---

42. <http://www.conaval.gob.pa/reglamentacion/ley-de-valores>

los recomendados a través del Acuerdo 12-2003 de 11-11-2003<sup>43</sup> se cumplen y su nivel de implementación.

Respecto de las sanciones por falta de entrega de información o entrega de información falsa, actualmente la Ley 67 de 2011 ha reformado en cierto aspecto lo dispuesto en el Acuerdo 12-2003, y tipifica en su artículo 269, denominando Infracciones muy graves, las siguientes faltas administrativas: i) se omite, retarde o niegue proporcionar información sin causa justificada, o proporcione datos falsos a la Superintendencia en el marco de un requerimiento escrito, una inspección o una investigación realizada por esta; ii) incumplan su obligación de comunicar un hecho de importancia en el tiempo y forma establecidos por la normativa vigente, y otras debidamente tipificadas en dicho artículo.

Las sanciones por infracciones muy graves establecidas en el referido artículo 269, pueden consistir en: i) multa; ii) suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el mercado de valores por un plazo no superior a dos años; iii) revocación o cancelación de las licencias o los registros otorgados por la Superintendencia; iv) amonestación pública con publicación en la Gaceta Oficial; v) separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad con licencia expedida por la Superintendencia.

Además de la sanción que corresponde imponer al infractor por la comisión de infracciones muy graves, cuando el infractor sea una persona jurídica, podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección en esta sean responsables de la infracción: i) multa; ii) suspensión en el ejercicio del cargo por plazo no superior a dos años; iii) separación del cargo e inhabilitación hasta por 2 años.

Para el caso de las entidades reguladas y supervisadas que participan en el mercado de valores en calidad de intermediarios, éstos tienen que presentar un Manual de Procedimientos para cada uno de sus procesos. Se tiene pensado reformar el Acuerdo reglamentario antes mencionado, para que deban cumplir con la conformación de Comités Permanentes como de Auditoría, Cumplimiento y Administración de Riesgos, adicional de un Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Claves.

La Superintendencia, cada vez que procede a realizar una inspección, verifica la ficha técnica de la entidad regulada y supervisada, y dependiendo de las declaraciones, verifica el cumplimiento de los manuales, y órganos de decisión declarados. La antigua

---

43. <http://supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2003/579-acuerdo-12-2003/file>

Comisión Nacional de Valores, sólo tenía facultades para hacer recomendaciones de Principios de Buen Gobierno, mientras que la actual SMV tiene la atribución de exigir el cumplimiento y establecer nuevos Principios de Buen Gobierno.

### Paraguay

La Comisión Nacional de Valores (CNV) es el órgano encargado de supervisar a las empresas cotizadas con todas las facultades que le asigna la Ley de Mercado de Valores, No. 1284/1998<sup>44</sup>. Si bien no existe una norma específica de Gobierno Corporativo, muchos artículos de la Ley de Mercado de Valores establecen condiciones de gobierno a las entidades emisoras, además de lo establecido en el Código Civil Paraguayo en lo referente a sociedades, sus órganos de dirección, administración y fiscalización.

Los bancos y financieras que cotizan en el mercado de valores son supervisados por la Superintendencia de Bancos en cuanto al cumplimiento de las normas de Gobierno Corporativo establecidos para este tipo de entidades.

### Perú

La Superintendencia de Mercado de Valores (en adelante SMV) tiene potestad de supervisar toda información que es revelada al mercado por parte de los emisores y que tiene incidencia sobre las decisiones de los inversionistas en el mercado de valores (Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo No. 861/1996)<sup>45</sup>. En la normativa emitida por la SMV existen lineamientos sobre Gobierno Corporativo de cumplimiento obligatorio por sus supervisados, dentro de los que se encuentran las empresas emisoras.

Complementariamente, en el Perú se publicaron los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas (2002), documento que fue actualizado y sustituido por el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013).

La adopción del referido Código por parte de las sociedades anónimas peruanas es voluntaria. Así, estos principios reconocen prácticas que se suman a las obligaciones emanadas de la normativa vigente. La sociedad que los asuma, debe ser capaz de demostrar su adhesión mediante los mecanismos o documentos societarios, tales como estatutos, reglamentos, políticas o normativas internas que mantenga vigentes, así como su efectiva aplicación, en línea con el principio "cumple o explica", reconocido internacionalmente.

---

44. [http://www.leyes.com.py/todas\\_disposiciones/1998/leyes/ley\\_1284\\_98.php](http://www.leyes.com.py/todas_disposiciones/1998/leyes/ley_1284_98.php)

45. <http://www.congreso.gob.pe/ntley/default.asp>

La SMV es la que regula, supervisa y promueve el cumplimiento de las normas que establecen obligaciones en materia de Gobierno Corporativo para las empresas emisoras. La SMV tiene potestad de supervisar el cumplimiento, tanto en términos de oportunidad como de contenido, de revelación, por parte de los emisores, del grado de adhesión a los principios de Gobierno Corporativo en sus memorias anuales o prospectos informativos. Para ello, cuenta con las facultades que le otorga su Ley Orgánica, imponiendo, de ser el caso, las sanciones administrativas respectivas.

El Reglamento de Sanciones, aprobado por Resolución CONASEV N° 055-2001-EF/94.10, tipifica como infracción leve, el incumplimiento de la presentación del Reporte de Cumplimiento (documento anexo a la Memoria Anual) de los participantes del mercado de valores. Además, en relación a la presentación y/o difusión información falsa, el Reglamento de sanciones tipifica en su Anexo I, numeral 1, inciso 1.4, como infracción muy grave de los participantes del mercado de valores: "*Presentar a la SMV, a la Bolsa, a la Bolsa de Productos, a la entidad encargada del Mecanismo Centralizado, al inversionista y en general a cualquier otro sujeto del mercado de valores o de productos, información inexacta, falsa o tendenciosa; o divulgar dicha información en el mercado.(...)*"

Las sanciones que puede aplicar en estos casos van desde multa a la inhabilitación, conforme a la gravedad de la infracción y en definitiva, se impone al infractor una de las siguientes sanciones: i) multa; ii) suspensión; iii) exclusión de un valor del Registro; iv) cancelación de la inscripción en el Registro; v) revocación de la autorización de funcionamiento; vi) destitución; y vii) inhabilitación.

### Portugal

La *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (CMVM) es la autoridad competente para vigilar el cumplimiento de la ley por parte de las sociedades cotizadas, a saber, las normas previstas en el *Código dos Valores Mobiliários* (CVM), Decreto-Ley No. 486/1999<sup>46</sup> o Reglamentos CMVM y las recomendaciones que se emiten por ésta.

Como autoridad reguladora independiente, la CMVM tiene amplias facultades legales para asegurar la supervisión del cumplimiento de la ley por las sociedades cotizadas, incluyendo las facultades de supervisión e inspección conferidas por el CVM, en particular: (i) dar órdenes y formular recomendaciones concretas (art. 360); (ii) solicitar información, examinar los libros, registros o documentos, no pudiendo las

---

46. [http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao\\_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios/Pages/default.aspx](http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios/Pages/default.aspx)

entidades invocar de secreto profesional (art. 361); (iii) tomar declaración a cualesquier persona (art. 361); (iv) llevar a cabo las inspecciones que estime necesarias a las entidades sujetas a su jurisdicción), (art. 364); (v) llevar a cabo investigaciones sobre delitos de cualquier naturaleza; (iv) investigar infracciones e imponer sanciones administrativas por infracciones, las cuales pueden ascender hasta 5.000.000 € (art. 388 y 408).

En el caso específico de la gobernanza de las sociedades cotizadas, en virtud del artículo 245A CVM y del Reglamento 4/2013 sobre el Gobierno Corporativo, las sociedades cotizadas deben divulgar en el capítulo del informe anual de gestión diseñado específicamente para ese fin o en el anexo de éste, un informe detallado sobre la estructura y prácticas de Gobierno Corporativo, que contiene, según lo previsto en modelo aprobado por la CMVM, los elementos mencionados en el art. 245A de la CVM, así como los elementos informativos complementarios previsto en dicho Reglamento, como toda otra información que sea relevante para la comprensión del modelo y las prácticas de gobierno adoptadas.

Bajo el Reglamento No. 4/2013, la CMVM supervisa el cumplimiento del código de gobierno por parte de las empresas cotizadas que hayan adoptado en virtud del artículo 2 del Reglamento, que contiene recomendaciones sobre materia de Gobierno Corporativo. En este caso, las recomendaciones están sometidas a la obligación de "cumplir o explicar", la CMVM controla el nivel de cumplimiento de las recomendaciones o la justificación de su no adopción, divulgando al público un informe anual sobre los resultados de esta evaluación.

En cuanto a las reglas del *Código das Sociedades Comerciais* (CSC)<sup>47</sup>, la acción por infracción de la misma depende en primer lugar de los grupos de interés (accionistas, sociedades u otras personas con legitimidad para actuar) mediante el recurso a los tribunales. Sin embargo, dada la complementariedad de las normas del CSC y del CVM en materia de gobierno de las sociedades, el incumplimiento de algunas disposiciones de la CSC en algunos casos puede configurar ilegal a la luz de la CVM y, en consecuencia, dar lugar a medidas de supervisión o sanción por parte de la CMVM.

### República Dominicana

La Superintendencia de Valores tiene el deber de supervisar el cumplimiento de las normas de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas. Los estatutos sociales de las sociedades emisores son aprobados, previo al Registro Mercantil, por parte de la Superintendencia a los fines de verificar que dichos estatutos cumplan con las

---

47. [http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=524&tabela=leis&ficha=1&pagina=1](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=524&tabela=leis&ficha=1&pagina=1)

disposiciones mínimas de Gobierno Corporativo establecidas en la Ley General de Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada, No. 479/2008 y su modificada por la Ley 31/2011<sup>48</sup>, y el Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores, No. 19/2000<sup>49</sup>.

Las sociedades emisoras de valores de oferta pública, los intermediarios de valores y las entidades del mercado secundario bursátil y extrabursátil deben presentar un Informe Anual de Gobierno Corporativo (Norma CNV-2013-45-MV)<sup>50</sup>.

## Uruguay

El Banco Central del Uruguay (en adelante BCU) supervisa el cumplimiento de la normas de Gobierno Corporativo de las entidades que operan en el Mercado de Valores, teniendo facultades de inspección, supervisión y control con poder sancionatorio. Las sanciones varían de acuerdo a la gravedad del incumplimiento verificado, desde la observación a la multa y la suspensión de la habilitación para operar en el mercado (artículo 118 de la Ley de Mercado de Valores Normas, No. 18.627<sup>51</sup>, y 33 de la Carta Orgánica del BCU, Ley No. 18.996<sup>52</sup>).

Las sanciones también pueden recaer sobre los miembros del Directorio, síndicos e integrantes de la comisión fiscal, la comisión de auditoría o personal gerencial de la entidad. Las sanciones son publicadas.

A su vez, la Auditoría Interna de la Nación controla la constitución y las modificaciones estatutarias de las Sociedades Anónimas y Registros Contables.

## ■ 4. CÓDIGOS PRIVADOS

Como se verá a continuación, en algunos países han sido entidades del sector privado quienes han tomado la iniciativa de emitir Códigos o recomendaciones que van más allá de la Ley, encaminados a establecer mejores prácticas corporativas que contribuyan al funcionamiento de los gobiernos societarios. En este sentido se han detectado 3 experiencias en los países considerados en este estudio, la de Brasil, México y Costa Rica, que pasaremos a detallar.

---

48. [http://siv.gov.do/app/do\\_2011/marco-legal-reglamentos.aspx](http://siv.gov.do/app/do_2011/marco-legal-reglamentos.aspx)

49. [http://siv.gov.do/app/do\\_2011/marco-legal-reglamentos.aspx](http://siv.gov.do/app/do_2011/marco-legal-reglamentos.aspx)

50. [http://siv.gov.do/app/do\\_2011/marco-legal-resoluciones.aspx?id=255](http://siv.gov.do/app/do_2011/marco-legal-resoluciones.aspx?id=255)

51. <http://www.bcu.gub.uy/Leyes%20y%20Decretos/ernp18627.pdf>

52. <http://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Normativa/Paginas/Default.aspx>

En Brasil, BM&FBOVESPA–BVMF, creó un sistema que gestiona cuatro diferentes segmentos de cotización: Novo Mercado, Nivel 2 de Gobierno Corporativo, Nivel 1 de Gobierno Corporativo y *Bovespa Mais*. El segmento “Regular” es el que contiene los estándares más básicos de Gobierno Corporativo, que coinciden con los requisitos legales, y Novo Mercado corresponde a los estándares más exigentes. La adhesión a los segmentos es voluntaria y se produce tras la ejecución de un contrato entre la sociedad cotizada y el mercado, sometiendo a la empresa, su accionista de control, los demás accionistas y directores, a reglas de Gobierno Corporativo más estrictas que las de la Ley de Sociedades por Acciones. Los segmentos especiales fueron creados por la bolsa ante la necesidad de desarrollar el mercado de capitales brasileño, adoptando segmentos apropiados para diferentes perfiles de empresas. En este mercado es la Dirección para el Reglamento de Emisores (DRE) la responsable por la supervisión del cumplimiento de la normativa de los segmentos especiales de cotización. La actuación de la DRE se basa en la fiscalización de las informaciones divulgadas públicamente por las sociedades cotizadas a través de sistemas electrónicos de propiedad de la CVM.

Por su parte, ANBIMA (*Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais*) exige que las ofertas intermediadas por los socios de ANBIMA sean valores de renta variable emitidos por sociedades adheridas, o que pretendan adherirse, a los segmentos diferenciados de Gobierno Corporativo, Nivel 1 o BOVESPA MAIS, administrados por BM&FBOVESPA–BVMF, con el objeto de fomentar altos estándares de Gobierno Corporativo. En este caso la fiscalización del cumplimiento de las disposiciones asociadas a Gobierno Corporativo es realizada por el Departamento de Supervisión de Mercado de Capitales (Supervisión del Mercado), integrada por funcionarios de la propia asociación cuya función es evaluar la adecuación de los documentos producida por los miembros, en el ámbito de una oferta pública, recibir quejas sobre el incumplimiento de las normas, recomendar a los participantes del mercado la adecuación de los documentos, y preparar informes específicos sobre las violaciones observadas. Las actividades de la Supervisión de Mercados son guiadas por el Comité de Vigilancia del Mercado de Capitales, que tiene la función de revisión de los informes elaborados por la Supervisión de Mercados, y remitirlos al Consejo de Regulación y Mejores Prácticas, que emite juicio de los procedimientos por incumplimiento del Código ANBIMA.

Por otra parte, en México existe el Código de Mejores Prácticas Corporativas, difundido por la Bolsa de Valores y emitido por el Consejo Coordinador Empresarial, cuyos asociados están constituidos por organismos que representan diversos sectores empresariales de ese país, siendo esta organización la responsable de la emisión, revisión y adecuada difusión del Código. Dicho documento incluye recomendaciones relativas a la transparencia en las operaciones, revelación de información, procesos de



sucesión, la figura del consejero independiente, control y revelación de los riesgos a que está sujeta la entidad, entre otras materias atinentes. Las recomendaciones del Código están dirigidas a todas las sociedades, sean de carácter mercantil, civil o asistencial, sin distinguir su tamaño o si cotizan o no en el mercado de valores. Al respecto, en el reporte anual que deben remitir las sociedades se debe informar si la entidad se apega a algún código de Gobierno Corporativo, incluyendo una breve descripción del mismo.

En Costa Rica, la Bolsa Nacional de Valores, S.A. tiene su propio Reglamento de Gobierno Corporativo para los emisores no financieros, que puede ser adoptado en lugar del emitido por el organismo regulador.

Por último hay organismos privados tales como Institutos de Gobierno Corporativo, como se describe en el capítulo 5 de este Estudio, que buscan ser fuente de información y capacitación en temas relacionados al Gobierno Corporativo y que, además, podrían emitir recomendaciones, como sucede en Costa Rica y en Brasil con el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa-IBGC.

## ■ 5. CONCLUSIONES

En la actualidad la temática en torno al Gobierno Corporativo es una preocupación a nivel mundial. Reguladores y supervisores han centrado sus esfuerzos en el robustecimiento del Gobierno Corporativo y en promover una mayor transparencia de la información divulgada por las empresas al mercado. En Iberoamérica se observan avances en el desarrollo de normas e implementación de prácticas que refuerzan el buen Gobierno Corporativo de las entidades supervisadas, algunas de las cuales han sido acompañadas desde el ámbito privado.

En este capítulo se ha analizado, de forma general, los diferentes modelos adoptados en el mercado de valores de los distintos países para regular y supervisar los principios de buen gobierno, siendo en la mayoría de los casos el regulador el principal responsable de elaborar las normas, principios o recomendaciones de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en el mercado de capitales.

Se constató que en su mayoría los países participantes en este Estudio, existe un ente regulador de carácter público que entre otras funciones, tiene a cargo la supervisión del cumplimiento de las normas existentes en materia de Gobierno Corporativo. Estos organismos reguladores cuentan con facultades legales para exigir la remisión de información por parte de las empresas fiscalizadas, y exigir la publicidad de aquella de carácter relevante. Además, pueden dictar instrucciones y aplicar sanciones

en caso de incumplimiento de la normativa que rige el funcionamiento del mercado de valores.

En relación a las normas particulares sobre Gobierno Corporativo con que cuentan los diversos países, las acciones de supervisión varían en función de si dichas normas son obligatorias o voluntarias. En caso de exigencias relativas a Gobierno Corporativo de carácter obligatorio, éstas mayormente se encuentran contenidas en las leyes o reglamentos y deben ser informadas por medio de los reportes financieros anuales, información relevante al mercado y otros informes de carácter mandatorio establecidos por el regulador, cuya fiscalización le corresponderá al mismo. En cuanto a las normas voluntarias usualmente la entidad reguladora supervisa que aquellas empresas que las asuman, informen el grado de cumplimiento al público y al regulador. Sólo Brasil cuentan con una supervisión paralela realizada por un organismo de carácter privado o autorregulador, que puede emitir informes e incluso llegar a aplicar sanciones respecto de sus regulados.