

# CAPÍTULO 6

## Recomendaciones de Buen Gobierno versus Regulación en Iberoamérica

---

**Ángel Pedro Domínguez**

*Técnico del Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV de España*

**Sergio Rodríguez**

*Técnico del Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV de España*

**Fernando Vives**

*Abogado. Garrigues*

**Arnau Tapias**

*Abogado. Garrigues*

1. INTRODUCCIÓN
  - 1.1. Recomendaciones de buen gobierno y regulación
  - 1.2. Fórmulas alternativas de instrumentar la aplicación de las recomendaciones de buen gobierno en Iberoamérica
2. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO EN IBEROAMÉRICA
  - 2.1. Recomendaciones a nivel internacional: los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE
  - 2.2. Recomendaciones de buen gobierno a nivel supranacional
  - 2.3. Recomendaciones de buen gobierno a nivel nacional
3. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA
  - 3.1. Antecedentes
  - 3.2. Código Unificado de buen gobierno (2013)
  - 3.3. Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado
  - 3.4. El nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2015): análisis de sus principales novedades
  - 3.5. Códigos Europeos
4. PRINCIPALES TENDENCIAS EN MATERIA DE RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO
  - 4.1. El desarrollo del Gobierno Corporativo y la proliferación de recomendaciones
  - 4.2. La proliferación de los códigos de recomendaciones de cumplimiento obligatorios

- 4.3. La tipología de los mercados de capitales en Iberoamérica y las recomendaciones
- 4.4. Las recomendaciones de buen gobierno en Iberoamérica. ¿Un mecanismo de desarrollo legal?

## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1. Recomendaciones de buen gobierno y regulación

El propósito de este trabajo es analizar el uso en las distintas jurisdicciones iberoamericanas de la regulación y de las recomendaciones de buen gobierno como instrumentos para configurar el marco normativo que regula la vida corporativa de las sociedades mercantiles, denominado por la doctrina como Gobierno Corporativo<sup>1</sup>, y ofrecer una respuesta a las principales cuestiones que la convivencia de ambos instrumentos plantea: ¿cuál es la naturaleza de ese segundo instrumento, las recomendaciones de buen gobierno? ¿cómo coexisten ambas figuras en las distintas jurisdicciones iberoamericanas? ¿existen tendencias comunes orientadoras de esa coexistencia? ¿cuáles son?

A diferencia de la regulación, donde la formulación y características de la técnica normativa para desarrollarla son elementos mayoritariamente homogéneos en las distintas jurisdicciones, la configuración en Iberoamérica de este segundo instrumento regulador del Gobierno Corporativo, el de las recomendaciones de buen Gobierno Corporativo, presenta interesantes rasgos distintivos.

En el plano práctico, el funcionamiento de las recomendaciones de buen gobierno es aparentemente sencillo: un documento elaborado por un tercero recoge una serie de enunciados o desiderátums dirigidos a una pluralidad de sociedades, formulados en términos genéricos, relacionados todos ellos con el Gobierno Corporativo de aquellas. Estos enunciados o desiderátums, conocidos como recomendaciones, pretenden describir cuales son las mejores prácticas en materia de Gobierno Corporativo. Normalmente<sup>2</sup>, cada una de las sociedades debe indicar si cumple o no con dichas recomendaciones, explicando cuando no lo haga el por qué.

**1.** De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Gobierno Corporativo es el conjunto de "Procedimientos y procesos con arreglo a los cuales una organización es dirigida y controlada. La estructura de Gobierno Corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la organización —como el consejo de administración, los gestores, los accionistas y los otros grupos de interés— y establece las reglas y los procedimientos para la toma de decisiones". Entre otros muchos autores que han definido el concepto de Gobierno Corporativo, cabe mencionar a FREEMAN R. E., "Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance", en *California Management Review*, nº 25, 1983 pp. 88-106; KEASEY, K., y WRIGHT, M. "Issues in corporate accountability and governance: An editorial", en *Accounting and Business Research*, nº 23, 1993, pp. 291-303; LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. "Investor protection and corporate valuation" en *Journal of Finance*, nº 52, pp. 1147-1170; y HOPT, K. *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*, publicado por el European Corporate Governance Institute: Law Working Paper N° 170/2011 (disponible en [http://ssrn.com/abstract\\_id=1713750](http://ssrn.com/abstract_id=1713750)).

**2.** Como puede verse más adelante, el ejemplo de los antecedentes en Colombia demuestra que cabrían otras aproximaciones, aunque probablemente la del principio de "cumplir o explicar" sea la que con mayor éxito ha ido consolidándose en la práctica.

Desde el punto de vista teórico, la naturaleza jurídica de las recomendaciones de buen gobierno es bastante más compleja: por un lado, hemos afirmado que las recomendaciones forman parte del conjunto de normas que regulan la vida corporativa de las sociedades mercantiles. Sin embargo, su incumplimiento sólo conlleva el deber de la sociedad incumplidora de explicar las razones que justifican o motivan ese incumplimiento. No son normas cuyo cumplimiento pueda exigir ningún tercero ni cuyo incumplimiento acarree una sanción. En ese caso, ¿qué tipo de normas son?

Kelsen<sup>3</sup> configuraba las normas en general como técnicas de motivación social, cuyo objeto era inducir a las personas a comportarse de un modo determinado, y distinguía entre la técnica de la motivación directa e indirecta.

En el primer caso, las normas indican directamente la conducta deseable y persiguen motivar la conducta por la autoridad o racionalidad de la propia norma. Aunque su incumplimiento puede llegar a acarrear una sanción, ésta no se encuentra sistemáticamente prevista en la propia norma. En el segundo caso, las normas pretenden motivar a los individuos estatuyendo una sanción para la conducta indeseable. Desde esta perspectiva, las normas jurídicas constituirían, en opinión de Kelsen, casos de técnica de motivación indirecta.

Bajo la perspectiva Kelsiana cabe configurar a las recomendaciones de Gobierno Corporativo como normas de motivación directa: al no preverse una sanción en caso de incumplimiento, su fuerza motivadora se basa exclusivamente en la autoridad o racionalidad de la propia norma.

¿Cuál es la razón para configurar una norma de Gobierno Corporativo como recomendación o como norma jurídica, apoyada por la fuerza coercitiva del estado? Esta es una de las preguntas más estudiadas por la doctrina anglosajona en materia de Gobierno Corporativo<sup>4</sup>. El argumento más utilizado para explicar el empleo de la fórmula de las recomendaciones es el de la flexibilidad: al configurar una norma de Gobierno Corporativo como una recomendación, en vez de como una norma jurídica de obligado cumplimiento, se atribuye a los sujetos destinatarios de la norma, las sociedades, un margen de discrecionalidad para apartarse de ellas cuando consideren que existen motivos suficientes que lo justifiquen.

---

3. KELSEN, H. *Teoría pura del derecho* (traducción de ROBLES, G.) Madrid. Editorial Trotta, 2011.

4. MACNEIL, I; LI, X. "Comply or Explain": market discipline and non-compliance with the Combined Code". *Corporate Governance: An International Review*, 2006, vol. 14, no 5, p. 486-496; SEIDL, D.; SANDERSON, P.; ROBERTS, J. "Applying the 'comply-or-explain' principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance". *Journal of Management & Governance*, 2013, vol. 17, no 3, p. 791-826; AGUILERA, R.; CUERVO-CAZURRA, A. "Codes of good governance". *Corporate governance: an international review*, 2009, vol. 17, no 3, p. 376-387.

Siguiendo la premisa anglosajona "one size does not fit all"<sup>5</sup>, en algunos casos, existirían normas de Gobierno Corporativo que podrían no ser necesariamente aplicables a todas las compañías (por ejemplo, recomendaciones relacionadas con la separación de los cargos de presidente del órgano de administración y de primer ejecutivo de la sociedad) ante la imposibilidad técnica de regular la totalidad de las excepciones, sería preferible delegar en el mercado la facultad de valorar la procedencia de aplicar la excepción en cada caso.

En otros casos (por ejemplo, recomendaciones relacionadas con los derechos de los accionistas minoritarios), aunque sería deseable que una norma de Gobierno Corporativo fuera aplicada por todos los sujetos, existiría una decisión de política legislativa de permitir su inaplicación, cuya fundamentación residiría normalmente en la voluntad del legislador de evitar imponer costes de funcionamiento que en algunos casos pudieran considerarse excesivos. De nuevo, en estos casos el mercado sería el responsable de enjuiciar si la inaplicación de la norma está o no justificada.

Como puede verse, en todos los supuestos, el argumento de la flexibilidad se apoyaría, a su vez, en la idea de que el mercado supervisa y puede juzgar la validez de los argumentos esgrimidos por las sociedades para decidir no aplicar una recomendación. Por ello, los inversores precisan de la existencia de mecanismos de transparencia que permitan el ejercicio efectivo de esta supervisión: las compañías deben ofrecer una explicación pública, fácilmente accesible<sup>6</sup>.

Por último, cabe apuntar que la respuesta por parte de los inversores<sup>7</sup> tras dicho ejercicio de supervisión puede materializarse de dos formas: como gráficamente indica la expresión anglosajona, "voting with their feet", desinvirtiendo o invirtiendo en la sociedad, para lo cual es requisito previo que las acciones de la sociedad cuenten con un mercado líquido donde poder ser compradas o vendidas, lo que normalmente sólo ocurre en las sociedades cotizadas, o votando en los órganos de gobierno para cesar o respaldar a los administradores responsables de la aplicación de las recomendaciones de buen gobierno, cuya eficacia dependerá de la distribución accionarial de la sociedad y de los accionistas de control.

---

5. FEROLA, P. Internal Controls in the Aftermath of Sarbanes-Oxley: One Size Doesn't Fit All. *South Texas Law Review*, 2006, vol. 48, p. 87.

6. CABEDO, J.L.; PÉREZ, T.A. *e-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico*. Monografía publicada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2005. Disponible en internet en: [https://internet.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2005\\_8.PDF](https://internet.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2005_8.PDF).

7. Algunos autores han apuntado la posibilidad de que el grado de cumplimiento con los estándares de Gobierno Corporativo pueda influir, también, en el coste de la financiación por terceros. Ver, entre otros, LA PORTA, R., et al. "Investor protection and corporate governance". *Journal of financial economics*, 2000, vol. 58, no 1, p. 3-27.

## 1.2. Fórmulas alternativas de instrumentar la aplicación de las recomendaciones de buen gobierno en Iberoamérica

Como hemos indicado anteriormente, la estructura básica de funcionamiento de las recomendaciones de buen gobierno es prácticamente siempre la misma: un organismo, público o privado, elabora un documento (normalmente denominado "código") en el que se recogen una serie de enunciados dirigidos a una pluralidad de entidades, con características comunes (por ejemplo, sociedades cotizadas, entidades financieras, etc.), relacionados todos ellos con el Gobierno Corporativo de aquellas. Cada una de las sociedades debe indicar si cumple o no con dichas recomendaciones, explicando, cuando no lo haga, el por qué.

A partir de dicha estructura básica, las fórmulas para instrumentar la aplicación de las recomendaciones de buen gobierno admiten varias clasificaciones<sup>8</sup>:

- **Recomendaciones de buen gobierno con respaldo público explícito o privadas**

En primer lugar, cabe distinguir entre aquellos códigos de recomendaciones de buen gobierno con respaldo público explícito, sobre cuyo cumplimiento las entidades están normalmente obligadas a informar<sup>9</sup>, y aquellos otros códigos de origen privado cuya adopción es voluntaria.

En la primera categoría cabría incluir tanto los códigos dictados por organismos públicos como los códigos de recomendaciones de buen gobierno elaborados por entidades privadas reconocidos por el ordenamiento jurídico, siendo su común denominador el hecho de que las sociedades destinatarias de las recomendaciones están jurídicamente obligadas a informar sobre su cumplimiento.

En los países con códigos "obligatorios", aunque las recomendaciones de buen gobierno no prevean una sanción jurídica en caso de incumplimiento, las sociedades destinatarias de dichas recomendaciones sí están obligadas jurídicamente a informar sobre el cumplimiento o no de las mismas.

En estos casos, el incumplimiento de la obligación de informar sobre su cumplimiento (o el suministro de información inexacta o equívoca), llevar aparejada una sanción administrativa, a cuyos efectos existe una autoridad pública encargada de supervisar el cumplimiento de la obligación de información.

---

**8.** Ver WYMEERSCH, E., "Enforcement of Corporate Governance Codes", en *ECGI Working Paper Series in Law*, Nº 46/2005, Junio 2005.

**9.** Es el caso de Argentina, Brasil (con las particularidades derivadas del sistema de cotización por segmentos), Chile, Colombia, España, Panamá y Portugal.

Dicha supervisión se limita a verificar que (i) las entidades informan sobre el cumplimiento de las recomendaciones, normalmente en un informe o memoria anual, en tiempo y forma, y que (ii) la información publicada en dichos informes o memorias se ajusta a la realidad, es decir, que cuando la entidad afirma cumplir con la recomendación, cumple, y que en caso contrario, explica con detalle razonable los motivos de dicho incumplimiento.

Alternativamente, existen jurisdicciones, como la brasileña, en la que la sanción por el incumplimiento de la obligación de informar (o el incumplimiento de la recomendación, según los casos) puede conllevar la exclusión de cotización o la cotización en un segmento de cotización distinto. Dicha exclusión o cambio de segmento de cotización podría conllevar, en algunos casos, la obligación de los accionistas de control —en caso de haberlos— de lanzar una oferta pública de adquisición a los demás accionistas.

Aunque en la práctica totalidad de los casos, existe un único código "obligatorio", en algunas jurisdicciones las sociedades pueden elegir el código de recomendaciones de buen gobierno sobre cuyo cumplimiento deben informar, de entre varios códigos reconocidos por el ordenamiento jurídico<sup>10</sup>.

En las demás jurisdicciones<sup>11</sup>, existen códigos cuya adopción es totalmente voluntaria: sólo si las sociedades deciden voluntariamente adherirse a un código determinado, estas deberán informar sobre su cumplimiento.

Normalmente, estos códigos de recomendaciones de buen gobierno son elaborados por asociaciones profesionales, las bolsas de valores, u otras entidades académicas o de naturaleza similar, sin contar con el respaldo explícito de las autoridades públicas. Estos códigos podrían ser considerados como autorregulación: son normas que las sociedades cotizadas se confieren a sí mismas.

- **Recomendaciones de buen gobierno generales, dirigidas a sociedades cotizadas y sectoriales**

En segundo lugar, el ámbito de aplicación de las recomendaciones puede diferir. Los primeros códigos de recomendaciones tuvieron por objeto las sociedades cotizadas<sup>12</sup>, en las que los problemas de agencia que la disciplina del derecho de sociedades trata de solucionar se manifiestan con especial intensidad.

---

**10.** Como, por ejemplo, Portugal.

**11.** Es el caso de países como Bolivia, Costa Rica o Perú. Hay que precisar que en Bolivia las recomendaciones de Buen Gobierno dictadas por la Autoridad de Empresas son de aplicación voluntaria en las sociedades comerciales, sin embargo, en lo concerniente a las entidades de intermediación financiera, la ASFI emitió directrices de Gobierno Corporativo que son de cumplimiento obligatorio para este tipo de entidades.

**12.** Así, por ejemplo, el Informe Cadbury (1992), en Gran Bretaña, o el Código Olviencia (1998), en España.

No obstante, existe una cierta tendencia —con apoyo principalmente doctrinal<sup>13</sup>— que propugna la extensión del ámbito de aplicación de los códigos con recomendaciones de buen gobierno a determinadas sociedades que, pese a no estar cotizadas, revistan de una determinada dimensión, o a la formulación de recomendaciones específicas dirigidas, por ejemplo, a pequeñas y medianas empresas<sup>14</sup>.

Como luego veremos, en la práctica, los ordenamientos iberoamericanos están siguiendo, en este punto, por ahora, la misma tendencia que la de los demás países occidentales, consistente en restringir la obligación de informar sobre el cumplimiento de los códigos de recomendaciones a sociedades cotizadas.

Por último, la creciente complejidad y la proliferación de las recomendaciones de buen gobierno hacen que, en ocasiones<sup>15</sup>, los códigos opten por establecer recomendaciones distintas en función del tamaño de las sociedades cotizadas.

## 2. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO EN IBEROAMÉRICA

Una vez apuntados los principales rasgos que definen la naturaleza y la configuración de las recomendaciones de buen gobierno como instrumentos que forman parte del conjunto de normas de Gobierno Corporativo, a continuación se describe de forma somera el grado de desarrollo de las recomendaciones de buen gobierno a nivel internacional y, en particular, en Iberoamérica.

### 2.1. Recomendaciones a nivel internacional: los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE

La OCDE, que agrupa a 34 países miembros (entre ellos, España, Portugal, Chile y México; actualmente Colombia se encuentra en proceso de adhesión) tiene como

---

**13.** Esta misma duda ha sido debatida al elaborar el Libro Verde sobre la normativa de Gobierno Corporativo de la UE ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_es.pdf)) de 2011: como puede verse más adelante, la respuesta obtenida a la pregunta de la Comisión Europea fue mayoritariamente desfavorable a dicha extensión.

**14.** *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, Confederación Europea de Asociaciones de Consejeros (EcoDa), publicado en [http://ecoda.org/uploads/media/GUIDANCE\\_-\\_2010\\_CG\\_for\\_Unlisted\\_-\\_EU.pdf](http://ecoda.org/uploads/media/GUIDANCE_-_2010_CG_for_Unlisted_-_EU.pdf)  
[http://www.ecoda.org/docs/ECODA\\_WEB.pdf](http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf)

**15.** En Gran Bretaña, el Código de Gobierno Corporativo contiene determinadas recomendaciones que son sólo aplicables a sociedades que cotizan en el FTSE 350 (que incluye a las 350 principales sociedades cotizadas en la bolsa de Londres).



misión la promoción de políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo<sup>16</sup>.

Tal y como se ha comentado en la primera parte de este Estudio, en el marco de su actividad, la OCDE desarrolló en 1999 los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, profundamente revisados en 2004 para adaptarlos a los acontecimientos y experiencias vividos en los países miembros y no-miembros de la OCDE con posterioridad<sup>17</sup>. Si bien el esquema que siguen ambas versiones es el mismo (un listado de los principios de la OCDE en la primera parte, seguido de unos comentarios a los mismos en la segunda), la versión de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE del año 2004 contiene, además, un nuevo grupo de recomendaciones específicamente dirigidas a los estados con el objeto de garantizar la base de un marco eficaz para el Gobierno Corporativo. Asimismo, la extensión y el número de recomendaciones del documento de 2004, es significativamente mayor al de 1999<sup>18</sup>.

Desde su primera publicación, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE han servido como base o fuente de inspiración de los códigos de recomendaciones de buen gobierno elaborados tanto por miembros países de dicha organización como por países no miembros (según se reconoce explícitamente en la mayoría de dichos códigos). Aunque dicho documento incluye recomendaciones de buen gobierno, su objetivo no es tanto su trasposición o aplicación directa por los distintos países, sino servir como referente inspirador para la configuración por parte de cada estado de su propio sistema regulador del Gobierno Corporativo.

En este sentido, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE han servido de referente para la elaboración de otros documentos de ámbito supranacional en materia de Gobierno Corporativo, como los *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo*, o las recomendaciones de la Comisión Europea.

Tal y como se detalla en el Capítulo 3 de este Estudio, a raíz de la crisis económica internacional, la OCDE aprobó un plan de acción para desarrollar un conjunto de recomendaciones en diversas áreas del Gobierno Corporativo y para proponer instrumentos para la mejora en la aplicación de las recomendaciones ya publicadas. El trabajo del OECD Steering Group on Corporate Governance sobre las lecciones de la crisis, fue publicado en tres informes entre febrero de 2009 y febrero de 2010. Sus principales conclusiones fueron que las debilidades de Gobierno Corporativo de las empresas que más coadyuvaban a la propagación de la crisis fueron las relativas a

---

16. <http://www.oecd.org/centrodemexico/laocde/>

17. [www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf)

18. En concreto, el documento pasó de contener 30 recomendaciones en su versión de 1999, a 40 en la versión publicada en 2004.

retribuciones, gestión de riesgos, prácticas del consejo y ejercicio de los derechos de los accionistas. Asimismo, la OCDE concluyó que no resultaba necesario modificar los principios de 2004, sino incentivar su mejor implementación, dando recomendaciones a empresas, reguladores y gobiernos para la adopción real y efectiva de estos principios, e incidiendo en la eficacia de las recomendaciones de buen gobierno como instrumentos útiles para mejorar la regulación en materia de Gobierno Corporativo. En particular, se recomendó a los reguladores y supervisores que revisaran regularmente la situación de la normativa y sus facultades y recursos para responder a las debilidades que se pusieran de manifiesto en materia de Gobierno Corporativo. Por último, en 2013 la OCDE publicó nuevas reflexiones sobre el Gobierno Corporativo, su impacto en las empresas y la importancia del compromiso de los inversores (Who cares? Corporate Governance in today's equity markets).

## 2.2. Recomendaciones de buen gobierno a nivel supranacional

A nivel supranacional, las recomendaciones de buen gobierno han tenido un desarrollo notablemente distinto en Europa, y por consiguiente en España y Portugal, y en el resto de países latinoamericanos.

- **Desarrollo de las recomendaciones de buen gobierno en Europa: las recomendaciones de la Comisión Europea**

Tras la emisión en 2005 de la recomendación de la Comisión Europea relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa, la Comisión Europea aprobó en 2006<sup>19</sup> la Directiva 2006/46/CE, que introdujo el principio de cumplir o explicar por primera vez en el derecho comunitario: *“Las sociedades cuyos valores se hayan admitido a cotización en un mercado regulado y que tengan su sede social en la Comunidad, deben ser obligadas a publicar un informe anual de Gobierno Corporativo como una sección específica y claramente identificable del informe de gestión. Esta declaración debe ofrecer a los accionistas, como mínimo, información clave fácilmente accesible sobre las prácticas de Gobierno Corporativo aplicadas, incluida una descripción de las principales características de los sistemas de gestión de riesgos y de control interno existentes relacionados con el proceso de emisión de información financiera. El informe de Gobierno Corporativo debe clarificar si la sociedad aplica alguna disposición en materia de Gobierno Corporativo distinta de las contempladas en el Derecho interno, independientemente de si esas disposiciones están recogidas en algún*

---

**19.** El estudio comparativo sobre códigos de recomendaciones de buen gobierno aplicables a la Unión Europea y a sus estados miembros encargado por la Comisión Europea, publicado en enero de 2002, y que fue tenido en cuenta para desarrollar la primera normativa comunitaria, puede consultarse en: [http://www.ecgi.org/codes/documents/comparative\\_study\\_eu\\_i\\_to\\_v\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/comparative_study_eu_i_to_v_en.pdf)

*código de Gobierno Corporativo al que esté sujeta la sociedad o en cualquier código de Gobierno Corporativo que la sociedad haya decidido aplicar.”*

La crisis financiera vivida tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008 dio lugar a un movimiento de reforma del Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas en Europa. Fruto de este movimiento de reforma, se aprobó la Recomendación 2009/385/CE en materia de remuneración de los administradores por la que se modifican las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE. El documento recomienda establecer un equilibrio entre la retribución variable y la retribución fija, la adecuación de la retribución variable a resultados objetivos y medibles a largo plazo, la creación de mecanismos que permitan reclamar el reintegro de la retribución variable recibida cuando no hubiera estado justificado su pago y la limitación a dos años de remuneración la suma máxima que los administradores puedan percibir en caso de separación del cargo, cuando ello no sea por falta de rendimiento. El documento recomienda también reforzar la independencia y las funciones del comité de retribuciones.

Posteriormente, la Comisión Europea llevó a cabo una consulta sobre la normativa de Gobierno Corporativo en la Unión Europea, mediante la publicación de un Libro Verde el 5 de abril de 2011.

En él, la Comisión se planteó la necesidad de reforzar la función de control de los Consejos de Administración, en particular, en materia de gestión de riesgos, y la previsión de sistemas de remuneración adecuados en la línea de la Recomendación 2009/385/CE, entre otros aspectos. Además, el documento proponía mejorar la aplicación de los códigos de recomendaciones de buen gobierno basadas en el principio de “cumplir o explicar”, en el sentido de que las sociedades mejoraran sus explicaciones sobre los motivos por los que se apartan de las recomendaciones. Dicha propuesta fue ampliamente apoyada por la mayoría de las respuestas obtenidas por la Comisión, que insistieron en la necesidad de mejorar la calidad de las explicaciones, confirmando la validez de las recomendaciones de buen gobierno basadas en el principio de “cumplir o explicar” como instrumento regulador eficaz del Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas<sup>20</sup>.

Asimismo, el Libro Verde planteó la posibilidad de extender las normas de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas a las demás sociedades, posibilidad que fue rechazada por el 70% de las respuestas y opiniones recabadas por la Comisión.

---

**20.** Un resumen de las respuestas al Libro Verde sobre la normativa de Gobierno Corporativo en la Unión Europea puede consultarse en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf)

Por último, el 9 de abril de 2014, la Comisión Europea formuló su *Recomendación sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial* («cumplir o explicar»). En dicho documento, la Comisión insistió en que las empresas debían informar de forma clara, exacta y completa sobre el incumplimiento de las recomendaciones de forma que los inversores y otras partes interesadas pudieran evaluar las consecuencias derivadas de la no aplicación de una recomendación específica.

- **Desarrollo de las recomendaciones de buen gobierno en Latinoamérica**

El primer documento de carácter supranacional en este ámbito fue publicado en 2004 por la OCDE partiendo de los *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. La OCDE examinó la importancia de un buen Gobierno Corporativo para Latinoamérica y discutió las tendencias y características particulares de ésta. El resultado de estos trabajos, llevados a cabo en cooperación con el Grupo del Banco Mundial fue el “*White Paper*” sobre *Gobierno Corporativo en América Latina*<sup>21</sup>.

El documento hace particular hincapié en los rasgos caracterizadores de los mercados de capitales en Latinoamérica, en síntesis: el fuerte proceso de privatización vivido en los años 80 y 90, que ha determinado la configuración de las grandes sociedades de la región, el alto grado de concentración del capital en manos de grupos familiares, la importancia de los grupos industriales, los procesos de regionalización (como la creación del NAFTA, Mercosur, y otros grupos subregionales) y de internacionalización, la creciente importancia de la cotización oficial en el exterior a través de programas de depósitos de acciones extranjeras (como los *American Depositary Receipts* o ADRs), el papel de los fondos de pensiones obligatorios de administración privada, como principales inversores en la región, y las particularidades de los sistemas judiciales de la región, que conllevan la menor incidencia de los litigios civiles y de los mecanismos privados de resolución de disputas, en favor de las acciones administrativas y del orden penal.

Las recomendaciones contenidas en el “*White Paper*” sobre *Gobierno Corporativo en América Latina* están dirigidas a los estados, y consisten en formulaciones generales que las leyes de cada ordenamiento jurídico deberían incorporar. Entre dichas recomendaciones, destaca la de obligar a las compañías cotizadas en bolsa a proporcionar, con base anual, un informe actualizado sobre estructuras y prácticas de Gobierno Corporativo, en el que incluyeran una descripción de la justificación por cualquier tipo de divergencia entre las prácticas recomendadas en cada país.

---

21. Ver Capítulo 3 de este Estudio

En el año 2005, CAF-banco de desarrollo de América Latina<sup>22</sup> publicó los primeros *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*, revisados en 2013, con el nombre de *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo*, ampliándose notablemente el número y el ámbito de las recomendaciones<sup>23</sup>.

A diferencia del "White Paper" sobre *Gobierno Corporativo en América Latina*, los documentos publicados por CAF contienen recomendaciones principalmente dirigidas a las empresas, siguiendo el principio de adhesión voluntaria, por lo que su aplicabilidad depende de la libre y autónoma decisión de las empresas. Asimismo, el documento contiene también otras recomendaciones dirigidas a los estados, para su incorporación como norma obligatoria en sus respectivos ordenamientos jurídicos.

En particular, los *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo* contienen recomendaciones dirigidas a sociedades cotizadas, a entidades financieras, y a sociedades no cotizadas, especificando en cada caso a qué colectivo resulta de aplicación.

Como luego se verá, el "White Paper" sobre *Gobierno Corporativo en América Latina* y los *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo* tuvieron un papel muy relevante como documentos inspiradores del contenido de los códigos de recomendaciones de buen gobierno de los distintos países iberoamericanos<sup>24</sup>.

### 2.3. Recomendaciones de buen gobierno a nivel nacional

El "mapa" de los códigos de buen gobierno nacionales en Iberoamérica distingue con cierta claridad dos grandes grupos de países. En primer lugar, aquellos con un mercado de capitales más desarrollado, cuentan con códigos de recomendaciones propios y, en la mayoría de los casos, de cumplimiento obligatorio para las sociedades cotizadas. En segundo lugar, aquellos países en los cuales el mercado de capitales local juega un papel menos determinante en la economía nacional.

---

**22.** CAF es un banco de desarrollo constituido en 1970 y conformado por 18 países de América Latina, Caribe y Europa, así como por 14 bancos privados de la región.

**23.** El documento *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo* publicado en 2003 contenía 93 recomendaciones, mientras que los *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo* contiene 133 recomendaciones.

**24.** En la mesa redonda de Gobierno Corporativo Latinoamericano celebrada en octubre de 2007, auspiciada por el Banco Mundial y la OECD, se puso de manifiesto el problema de la falta de mecanismos para incentivar la aplicación de los *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*, común a los códigos de recomendaciones no respaldados por el estado. Pueden consultarse las conclusiones del informe en <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/39741459.pdf>.

En los apartados siguientes se reseñan muy brevemente los principales códigos de recomendaciones de buen gobierno existentes en las jurisdicciones iberoamericanas con mercados de capitales más desarrollados:

### Argentina

El Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO)<sup>25</sup> creado en 2001 por la Fundación Empresaria para la Calidad y la Excelencia<sup>26</sup>, de la que son miembros las principales sociedades argentinas o con presencia en ese país<sup>27</sup>, y por el Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina<sup>28</sup>, publicó en el año 2003 el *Código de Mejores Prácticas de Gobierno Societario para la República Argentina*. Dicho código, principalmente dirigido a sociedades cotizadas, recomendaba extender su aplicación a sociedades no cotizadas, y se basó basado en los principios sugeridos por la OCDE y las recomendaciones del "White Paper" sobre Gobierno Corporativo en América Latina. El código era de adhesión voluntaria, mediante una declaración pública y explícita de adhesión a sus reglas.

El escaso nivel de aplicación de dicho código hizo que en el año 2007 la Comisión Nacional de Valores aprobara el *Código de Buenas Prácticas de Gobierno Societario*<sup>29</sup>, que fue reemplazado por el *Código de Gobierno Societario* de 2012<sup>30</sup>, actualmente en vigor.

El nuevo código introdujo nuevas recomendaciones en numerosos campos tales como en materia de políticas de prevención en materia de uso de información privilegiada y de prevención de riesgos de fraude, la implantación de mecanismos para la denuncia de conductas ilícitas, o la necesidad de explicar si la proporción de miembros ejecutivos, externos e independientes del órgano de administración guarda relación con la estructura de capital de la sociedad emisora.

El código<sup>31</sup>, que contiene un total de 35 preguntas agrupadas en 9 bloques de principios, de los cuales sólo el 20% están dirigidas a regular el funcionamiento y la composición del órgano de administración, y que hace especial hincapié en las relaciones de la sociedad con el grupo económico que encabeza y/o integra y con sus partes

---

25. <http://www.iago.org.ar/iago/>

26. <http://www.fundece.org.ar/>

27. Por citar sólo algunos ejemplos: Telefónica de Argentina, S.A.; Zurich Argentina Cia. de Seguros S.A.; YPF, S.A.; Petrobras Argentina S.A.; Philips Argentina S.A.; Fiat Auto Argentina S.A.

28. <http://www.ideared.org/>

29. Resolución General N° 516/07 dictada por la Comisión Nacional de Valores Argentina.

30. Resolución General N° 606/12 dictada por la Comisión Nacional de Valores Argentina.

31. Ver el resumen comparativo que figura en la Tabla adjunta como Anexo al final de este capítulo.

relacionadas, sigue el principio de adhesión obligatoria para sociedades cotizadas (con determinadas excepciones), quedando aquellas obligadas a cumplir o explicar la causa del incumplimiento mediante un informe motivado sobre el grado de cumplimiento del *Código de Gobierno Societario*, que se incluye en las cuentas anuales.

La Comisión Nacional de Valores Argentina tiene atribuida la competencia de supervisar el cumplimiento de esta obligación.

## Bolivia

En Bolivia, las recomendaciones de buen gobierno de ámbito nacional se recogen en el documento denominado *Lineamientos de Gobierno Corporativo para Sociedades Comerciales Bolivianas*, aprobado por la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas (AEMP) el 30 de diciembre de 2011<sup>32</sup>.

Los destinatarios del código, que sigue el principio de adhesión voluntaria, son "*las sociedades comerciales previstas en el Cód. Com., en especial las S.R.L.(s) y las S.A.(s) por ser las más representativas del tejido empresarial*"<sup>33</sup>.

El código, que contiene 23 medidas, se centra fundamentalmente en los derechos de los accionistas y en el funcionamiento de la junta (más de la mitad de las recomendaciones versan sobre esa materia). En este sentido, las sociedades que voluntariamente se adhieran al mismo deberán informar sobre el grado de cumplimiento en sus estados financieros.

## Brasil

Brasil fue uno de los estados pioneros en el desarrollo de códigos de recomendaciones de Gobierno Corporativo en Iberoamérica. En el año 1999, el *Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração* (IBCA), hoy denominado *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* (IBGC), publicó el *Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo* centrado esencialmente en el funcionamiento del órgano de administración.

En 2001, el IBGC publicó una nueva versión del código, incluyendo recomendaciones sobre los demás ámbitos del funcionamiento de las sociedades, bajo la influencia de

---

**32.** Mediante Resolución Administrativa RA/AEMP/N°142/2011; disponible en <http://www.autoridadempresas.gob.bo/direccion-tecnica-de-defensa-de-la-competencia-y-desarrollo-normativo/gobierno-corporativo>

**33.** En lo concerniente a las entidades de intermediación financiera, la ASFI emitió directrices de Gobierno Corporativo que son de cumplimiento obligatorio para este tipo de entidades, tal y como se detalla en el Capítulo 4 de este Estudio

los *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*<sup>34</sup>. Dicho código, de adhesión voluntaria, fue objeto de sucesivas revisiones y ampliaciones en 2004 y 2009.

En paralelo, la *Comissão de Valores Mobiliários* publicó en 2002 un conjunto de recomendaciones sobre Gobierno Corporativo (conocido como "*Cartilha*"<sup>35</sup>), de ámbito más reducido que el código de IBGC, sobre cuyo cumplimiento las sociedades cotizadas debían informar obligatoriamente, empleando un formulario específico. Sin embargo, dicha obligación no llegó a entrar en vigor formalmente, y en el año 2010 la *Comissão de Valores Mobiliários* desistió definitivamente de exigir su cumplimiento, reconocido que las prácticas desarrolladas por los emisores habían superado las recomendaciones contenidas en la "*Cartilha*".

En la actualidad, el funcionamiento del sistema de recomendaciones de Gobierno Corporativo en Brasil coexiste con un sistema de cotización por segmentos, único en Iberoamérica (si bien Perú, como luego se verá, ha establecido un índice de sociedades "con buen Gobierno Corporativo", con una filosofía muy parecida).

BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) es la entidad que rige la bolsa de São Paulo. Las sociedades que cotizan en dicha bolsa pueden hacerlo en uno de los cuatro "segmentos": *Novo Mercado* (nivel más exigente), Nivel 2 de Gobierno Corporativo, Nivel 1 de Gobierno Corporativo y *Bovespa Mais* (nivel menos exigente).

La adhesión a un segmento concreto es voluntaria y se produce tras la suscripción de un contrato entre el emisor y BM&FBOVESPA, siendo uno de los requisitos para cotizar en cada uno de los cuatro segmentos el cumplimiento de un código de recomendaciones y de determinadas prácticas de Gobierno Corporativo y otros requisitos concretos (free float mínimo, etc.), dependiendo del segmento<sup>36</sup>.

Las sociedades del Nivel 1 se comprometen a mantener un *free float* mínimo del veinticinco por ciento y prever un mecanismo que favorezca la difusión y dispersión de las acciones en las ofertas públicas. Asimismo, vienen obligadas a cumplir con determinados requisitos adicionales en cuanto a la información a publicar.

---

**34.** Ver "*Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Brazil*" publicado por el Banco Mundial y la OECD en 2007. Disponible en <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/39741021.pdf>

**35.** BEDICKS, H.; ARRUDA, M. "Business ethics and corporate governance in Latin America" en *Business & Society*, 2005, vol. 44, no 2, pp. 218-228.

**36.** BLACK, B.; DE CARVALHO, A.; GORGA, E. "Corporate governance in Brazil". *Emerging Markets Review*, 2010, vol. 11, no 1, p. 21-38.



Las sociedades del Nivel 2 deben cumplir, además de las obligaciones del Nivel 1, entre otras, las siguientes: el consejo de administración debe estar compuesto por un mínimo de cinco miembros, de los cuales al menos el 20% deben ser consejeros independientes, los balances deben confeccionarse de acuerdo con la normativa contable US GAAP o IFRS, debe preverse un derecho de *tag along* en caso de cambio de control en el cual las condiciones aplicables al accionista mayoritario vendedor debe ser extendido al 100% de los accionistas restantes, debe existir la obligación de realizar una oferta pública de adquisición de todas las acciones en circulación por el valor razonable en el supuesto de una salida del mercado o salida del segmento, y la sociedad debe adherirse a la Cámara de Arbitraje del Mercado para la resolución de conflictos societarios.

Entre los requisitos exigidos para cotizar en el segmento denominado *Novo Mercado* (segmento más exigente), cabe mencionar, además de los indicados para el Nivel 1, la exigencia de que el capital social de la sociedad esté compuesto únicamente por acciones ordinarias.

Para entender la relevancia de este requerimiento, debe tenerse en cuenta que Brasil es el país que cuenta con el mayor número de sociedades con dualidad de clases de acciones, que permiten que una familia controle una empresa con sólo pequeños porcentajes de su propiedad<sup>37</sup>.

Actualmente, cotizan 132 sociedades en Novo Mercado, 22 en el Nivel 2, 31 en el Nivel 1 y 9 en Bovespa Mais<sup>38</sup>.

Como puede verse, el sistema Brasileño difiere de los demás sistemas de recomendaciones de buen gobierno, basados en el principio de cumplir o explicar, en el sentido de que se establece como consecuencia del incumplimiento, la pérdida de la cotización en un segmento determinado.

Este sistema de cotización por segmentos<sup>39</sup> es, en realidad, poco distinto del mecanismo habitual de las recomendaciones de buen gobierno analizadas en el resto de jurisdicciones. En la práctica, el sistema de cotización por segmentos es una herramienta que "magnifica" el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno:

---

**37.** En este sentido, ver CARVALHAL DA SILVA, A., AVANIDHAR, S.; "Dual Class Premium, Corporate Governance and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market", *Journal of Corporate Finance*, Volumen 13, pág. 4, 2007.

**38.** Datos actualizados a 28 de agosto de 2014, según la página oficial de BM&FBOVESPA ([www.bmfbovespa.com](http://www.bmfbovespa.com)).

**39.** Acerca de las particularidades del sistema de cotización por segmentos: COFFEE JR, J. C. "Racing towards the top?: The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance". *Columbia law review*, 2002, p. 1757-1831.

aunque dicho cumplimiento sigue siendo voluntario y la única fuerza coercitiva de la norma es la posible reprobación del mercado, la fuerza coercitiva de esa posible reprobación del mercado se ve notablemente reforzada por la "pérdida" de la cotización en un segmento determinado y la obligación, en determinados segmentos, del accionista de control de ofrecer a los demás accionistas la compra de sus acciones.

Contrariamente a los mecanismos habituales de recomendaciones de buen gobierno, en los que es difícil establecer una relación de causa efecto entre el grado de cumplimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo y el éxito empresarial o el valor de la acción, en un sistema de cotización, el hecho de que la decisión de cambio de segmento sea un evento concreto en el tiempo cuya repercusión en el precio de la acción es más fácilmente medible —por lo menos, a corto plazo—.

En este sentido, puede ser interesante señalar el resultado de un análisis<sup>40</sup> efectuado sobre 31 compañías brasileñas que anunciaron la cotización en un segmento con requisitos de Gobierno Corporativo reforzados, que mostró un incremento en la liquidez y en el precio de cotización de las acciones de dichas compañías.

### Chile

Las recomendaciones de buen gobierno aplicables a las sociedades chilenas se recogen en la Norma de Carácter General N° 341 de 29 de noviembre de 2012, emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros que establece las *Normas para la difusión e información respecto de los estándares de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas* (NCG N 341)<sup>41</sup>.

Según dicha norma, las sociedades cotizadas están obligadas a informar sobre su cumplimiento, siendo el órgano de administración el responsable "*de exponer en forma correcta, precisa, clara y resumida, al manera en que ha adoptado cada práctica, o bien, las razones por las que la entidad decidió no adoptar alguna de ellas, para así asegurar la correcta información al público*".

A estos efectos, la NCG 341 establece los estándares que se consideran buenas prácticas de Gobierno Corporativo, de forma que la aplicación del principio de cumplir o explicar se refiere a las prácticas definidas por la propia Superintendencia de Valores y Seguros en dicha norma.

---

40. CHAVEZ, G.; SILVA, A.C. "Brazil's experiment with corporate governance". *Journal of Applied Corporate Finance*, 2009, vol. 21, no 1, p. 34-44.

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

En concreto, la NCG 341 recoge 19 prácticas genéricas sobre las que cada sociedad debe informar, centradas mayoritariamente en el funcionamiento del directorio.

En comparación con otros códigos de jurisdicciones con mercados de capitales similares, las prácticas recomendadas son genéricas y poco protectoras de los intereses de los accionistas minoritarios (por ejemplo, se recomienda un plazo mínimo de sólo dos días antes de la celebración de la junta para poner a disposición de los accionistas información sobre los candidatos a ser miembros del directorio). La NCG 341 permite, además, que cada emisor presente un listado de otras prácticas de buen gobierno implementadas y que pueden ser consideradas relevantes a estos efectos (aunque, según los informes públicos disponibles, la mayoría de las sociedades informantes no mencionan prácticas adicionales<sup>42</sup>).

La Superintendencia de Valores y Seguros es el organismo responsable de velar por el cumplimiento de la NCG 341 por parte de las sociedades cotizadas en Chile.

## Colombia

A partir de Octubre de 2014, Colombia cuenta con un nuevo código de recomendaciones de buen gobierno aprobado por la Superintendencia Financiera de Colombia, denominado Nuevo Código País, y tiene como antecedente el código aprobado en 2007, y el de la Confederación de Cámaras de Comercio de Colombia (Confecámaras) de 2001.

Aunque las sociedades cotizadas siempre han estado obligadas a informar sobre el cumplimiento del Código País, en su versión inicial, aprobada en el año 2007, la literalidad de la norma únicamente obligaba a informar sobre aquellas recomendaciones del código que los emisores cumplían, siendo voluntario informar sobre las recomendaciones incumplidas. Ello dio lugar a la interpretación del documento bajo el inédito principio de "si cumple, explique"<sup>43</sup>. La práctica demostró la ineficacia de dicho principio, que dificultaba al mercado conocer la realidad sobre la adopción por parte de los emisores de las recomendaciones de buen Gobierno Corporativo. Ello dio lugar a la modificación del Código País en 2011. Tras dicha

---

**42.** ZEGERS, M., CONSIGLIO, J. Gobierno Corporativo en Latinoamérica: Un Análisis Comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México. Publicado por el Centro de Gobierno Corporativo del Instituto de Empresa (disponible en :<http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/files/GobiernoCorporativoEnLatiniam%C3%A9ricaUnAn%C3%A1lisisComparativoEntreBrasilChileColombiaM%C3%A9xico.pdf>)

**43.** IGLCA y Global Corporate Governance Forum, "Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011", Capítulo 5, disponible en: [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno\\_Corporativo\\_en\\_Latinoamerica\\_2010-11.pdf?MOD=AJPERES](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno_Corporativo_en_Latinoamerica_2010-11.pdf?MOD=AJPERES).

modificación, la aplicación del citado código se rige por el principio de "cumplir o explicar" tradicional.

El Código País es un documento relativamente extenso, que recoge 33 medidas que agrupan un total de 148 Recomendaciones, y un anexo con el Reporte de Implementación obligatorio para todos los emisores de valores. El Nuevo Código incluye temas relacionados con (i) Derechos y Trato equitativo de los accionistas; (ii) Asamblea General de Accionistas; (iii) Junta Directiva; (iv) Arquitectura de Control; (v) Transparencia e Información Financiera y no Financiera.

El organismo responsable de supervisar el cumplimiento de la obligación de las sociedades cotizadas en Colombia de informar sobre el Código País es la Superintendencia Financiera de Colombia, través de la Delegatura para Emisores, Portafolios de Inversión y Otros Agentes, y su Dirección de Supervisión a Emisores, (entidades que no ejercen actividad financiera) y a través de la Delegatura de Riesgos de Conglomerados y Gobierno Corporativo, y su Dirección de Gobierno Corporativo (entidades que ejercen actividad financiera).

### Costa Rica

En Costa Rica, el código de recomendaciones de buen gobierno aplicable es el Código de Gobierno Corporativo del Instituto de Gobierno Corporativo de Costa Rica<sup>44</sup>, de adopción voluntaria, elaborado por la Bolsa Nacional de Valores y la Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores.

El Código sigue un principio de adhesión voluntaria: en caso de adhesión, los emisores deberán emitir un Reporte Anual de Cumplimiento, en el cual se detalle su aplicación y se expliquen las razones por las que se incumplen las recomendaciones contenidas en el código, en su caso.

El documento, que contiene 20 recomendaciones, se centra en el funcionamiento de la junta directiva, sin contener recomendaciones sobre la junta de accionistas o los derechos de estos últimos.

El contenido relativo a las relaciones con aquellos se recoge en un documento adjunto, denominado "*Marco de Relaciones con Inversionistas*", de cumplimiento igualmente voluntario, que contiene previsiones genéricas sobre las relaciones de los emisores con sus accionistas y con el mercado en general.

---

44. Disponible en <http://www.igc-costarica.org/?action=biblioteca>.

## México

En México, el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Gobierno Corporativo<sup>45</sup> es el documento que recoge las recomendaciones de buen Gobierno Corporativo aplicables a todo tipo de sociedades públicas y privadas en general, sin distinguir su tamaño, su actividad o su composición accionarial.

El documento fue creado en 1999 a iniciativa de la entidad privada denominada Consejo Coordinador Empresarial mediante la creación del Comité de Mejores Prácticas Corporativas, y ha sido modificado posteriormente en dos ocasiones, en los años 2006 y 2010, respectivamente.

En el año 2000 la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México dictó la Circular 11-29, de fecha 31 de diciembre de 1997, que obligaba a los emisores de valores a dar a conocer, en forma periódica, su grado de adhesión a las prácticas establecidas en el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Gobierno Corporativo.

En 2008, el contenido de las recomendaciones el Código fueron incorporadas en la Ley del Mercado de Valores Mexicana, convirtiéndose en obligaciones con las que las sociedades cotizadas debían cumplir. La Ley del Mercado de valores se ha reformado en enero de 2014 y, adicionalmente, las empresas emisoras de valores deben cumplir con las Disposiciones de Carácter general emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, organismo encargado de supervisar el cumplimiento de las normas en materia de Gobierno Corporativo<sup>46</sup>.

Pese a ello, el Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores sigue previendo la obligación de informar anualmente sobre el cumplimiento de las prácticas contenidas en el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Gobierno Corporativo (o más bien, confirmar su cumplimiento —puesto que lo contrario implicaría su exclusión de cotización—).

---

**45.** Disponible en [www.cce.org.mx/sites/default/files/CodigoMejoresPracticas.pdf](http://www.cce.org.mx/sites/default/files/CodigoMejoresPracticas.pdf).

**46.** La Reforma a la Ley del Mercado de Valores del 10 de enero de 2014, se encuentra en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>, y las Disposiciones de Carácter General aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores, cuya última reforma es del 24 de septiembre de 2014, en <http://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20las%20emisoras%20de%20valores%20y%20a%20otros%20participantes%20del%20mercado%20de%20valores.pdf>.

Cabe resaltar que hay diferencias legales y regulatorias, entre las sociedades que cotizan en bolsa y las que no, dado que para poder cotizar en bolsa, las sociedades mexicanas necesariamente deben modificar su razón social de Sociedades Anónimas, a Sociedades Anónimas Bursátiles lo que implica distintos derechos y obligaciones.

## Panamá

La Superintendencia del Mercado de Valores publicó en 2003 las guías y principios de buen Gobierno Corporativo dirigidas, bajo el formato de “cumplir o explicar” a las sociedades registradas en dicho organismo, entre las que figuran principalmente sociedades cotizadas y entidades financieras.

Las sociedades cotizadas deben incluir obligatoriamente información relativa a la ausencia, adopción parcial o total de dichas guías y principios en las solicitudes de registro y en un Informe de Actualización Anual, en ambos casos mediante la cumplimentación de un cuestionario específico aprobado por la Superintendencia de Mercado de Valores de Panamá, que recoge 24 preguntas genéricas.

Las entidades encargadas de supervisar el cumplimiento de dicha obligación de información son la Superintendencia de Mercado de Valores de Panamá, la Bolsa de Valores de Panamá y la Central de Valores (LatinClear).

## Perú

En Perú existe un *Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas* (2013)<sup>47</sup> aplicable a todas las sociedades anónimas del país, aunque dirigido especialmente a aquellas con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores de Perú. El documento está basado en gran medida en los *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo*, según reconoce el propio documento.

Al igual que su antecesor (Principios de buen gobierno para las sociedades peruanas), aprobado en 2002, el código actual sigue el principio de adhesión voluntaria para las sociedades en general. Sin embargo, en el caso de empresas cuyos valores son objeto de oferta pública, estas se encuentran obligadas por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) a revelar en su memoria anual y prospectos informativos el grado de cumplimiento de dichos principios 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, de conformidad con el principio de “cumple o explica”.

Perú cuenta desde el 2008 con un índice bursátil de buen Gobierno Corporativo<sup>48</sup>, el cual es un indicador que tiene como fin reflejar el comportamiento de los precios

---

47. Disponible en [www.smv.gov.pe/Uploads/CodBGC2013%20\\_2\\_.pdf](http://www.smv.gov.pe/Uploads/CodBGC2013%20_2_.pdf)

48. Puede consultarse más información en <http://www.bvl.com.pe/acercabuengobierno.html>.

de una cartera compuesta por las acciones de aquellas empresas emisoras que han alcanzado implementar adecuadamente la mayor parte de los 31 principios contenidos en el "Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas".

## Portugal

En 1999 la *Comissao do Mercado de Valores Mobiliários* (CMVM) emitió determinadas recomendaciones de buen gobierno para sociedades de capital abierto. Basándose en las recomendaciones emitidas en el año 1999, la CMVM publicó las regulaciones 07/2001 y 11/2003 con el objeto de actualizar la práctica corporativa relacionada con el buen gobierno, enfatizando la necesidad de publicar un informe que incluyera información en relación con el grado de seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno

A su vez, la CMVM emitió en el año 2003 una versión actualizada de las recomendaciones del año 1999 y en el año 2007, el *Código de Gobierno Corporativo*. En la misma línea el *Instituto Português de Corporate Governance* (IPCG) publicó en 2006 el *Libro Blanco sobre Gobierno Corporativo en Portugal* basado en el principio de cumplir o explicar.

Actualmente, las recomendaciones de buen gobierno se encuentran establecidas en el Reglamento CMVM 4/2013<sup>49</sup>, relativo al gobierno de las sociedades, que deroga el anterior contenido en el Reglamento de la CMVM 1/2010.

El Reglamento en vigor incluye como anexo un Modelo de Informe de Gobierno Corporativo que debe ser respondido en base a la obligación existente de acuerdo al 245<sup>o</sup>-A n.º 1, al. o) del Código del Mercado de Valores (*Código dos Valores Mobiliários*).

De acuerdo con dicho Reglamento, las sociedades cotizadas deben adoptar el Código de Gobierno Corporativo de la CMVM (documento relativamente breve —un total de 35 recomendaciones—, con un conjunto de recomendaciones especialmente prolifas en materia de retribución de administradores) u otro código que contenga recomendaciones de buen gobierno emitido por una institución dedicada al efecto, debiendo estar dicha elección fundamentada y siguiéndose el principio *cumple o explica*.

El órgano encargado de supervisar el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno es la *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, emitiendo un informe anual sobre los resultados de esta evaluación.

---

49. Disponible en [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).

## 3. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA

### 3.1. Antecedentes

En España, el marco de Gobierno Corporativo se ha desarrollado mediante una combinación de normas de obligado cumplimiento, orientadas fundamentalmente a la transparencia y a la protección del ejercicio de los derechos de los accionistas en las juntas, y de códigos de aplicación voluntaria que contienen recomendaciones sobre buen gobierno.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es el organismo facultado para elaborar las recomendaciones que sirven como referencia para la adopción de normas de buen gobierno por parte de las sociedades cotizadas, y para la justificación o explicación de las normas o prácticas que apruebe o realice la sociedad.

Para la modificación de los códigos de buen gobierno, la Comisión Nacional del Mercado de Valores suele estar apoyada y asesorada por un grupo de expertos, con representantes tanto del sector público como privado.

En 1997, el Consejo de Ministros creó una Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades.

Esta Comisión Especial concluyó sus trabajos en 1998 con la elaboración del primer código de buen gobierno para las sociedades cotizadas españolas. El Código, conocido como Código Olivencia en honor al presidente de la Comisión Especial, constaba de 23 recomendaciones sobre la composición y funcionamiento de los consejos de administración de las sociedades cotizadas.

El Código era de adhesión voluntaria (se recomendaba la asunción voluntaria de su contenido por las sociedades cotizadas y la publicación de un informe, también de forma voluntaria, en el que se expresara el grado de cumplimiento del mismo). La CNMV aprobó en el año 2000 un modelo de informe sobre Gobierno Corporativo para facilitar el cumplimiento de las recomendaciones de dicho código, que podía ser publicado por las sociedades cotizadas de forma voluntaria, anualmente.

Tras la crisis de Enron y de Worldcom en los años 2001 y 2002, y tras la aprobación por Estados Unidos de la Ley Sarbanes-Oxley, se designó una nueva comisión en materia de Gobierno Corporativo, presidida por D. Enrique Aldama, con el objetivo de informar sobre el grado de seguimiento del Código Olivencia, aumentar la transparencia de los mercados y dar mayor protección y seguridad a los accionistas e inversores.



En 2003, el segundo código o informe de buen gobierno que se redactó en nuestro país, el "Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas", conocido como Informe Aldama, introdujo en nuestra práctica el principio de "cumplir o explicar".

Las sociedades disponen de un amplio grado de autonomía para estructurar la organización y funcionamiento de sus órganos de gobierno y para adaptarlos a sus necesidades, circunstancias y preferencias específicas. No obstante, cuando se aparten de los estándares de buen gobierno, deben ofrecer una explicación o motivación detallada de sus decisiones, para que los mercados puedan valorarlas adecuadamente.

Además de recomendaciones voluntarias de buen gobierno, el Informe Aldama también contenía sugerencias al legislador sobre obligaciones de transparencia en materia de Gobierno Corporativo para las sociedades cotizadas que debían incorporarse al ordenamiento jurídico.

Estas sugerencias se plasmaron en la Ley de Transparencia<sup>50</sup>, que estableció, entre otras, la obligación para las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado oficial de publicar anualmente un informe de Gobierno Corporativo (en adelante, IAGC).

En el IAGC, obligatorio en España a partir del ejercicio 2003, las sociedades tienen que informar de su estructura de la propiedad y de la administración, de las comisiones del consejo, de la junta general, de sus sistemas de control de riesgos y de las operaciones con partes vinculadas que hayan realizado durante el ejercicio.

El IAGC también incluye un apartado en el que, siguiendo el principio de "cumplir o explicar", las sociedades tienen que indicar su grado de seguimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno que esté vigente en ese ejercicio.

En caso de que alguna recomendación no se siga o se siga parcialmente, las sociedades tienen que incluir una explicación detallada de sus motivos, de manera que los accionistas, los inversores y el mercado en general, cuenten con información suficiente para valorar el proceder de la sociedad.

Las explicaciones que den las sociedades en sus IAGC sobre la falta de seguimiento de las recomendaciones, tienen que ser específicas. Es decir, tienen que informar

---

**50.** Ley 26/2003, de 17 de Julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, 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.

sobre una situación específica de la compañía y explicar los motivos por los que esta circunstancia les impide seguir la recomendación.

No son aceptables explicaciones de carácter general, redundantes o alternativas. Entendiendo por explicaciones de carácter general aquellas que motivan, de forma genérica, un desacuerdo con la recomendación y no desarrollan una explicación específica para la sociedad en concreto.

Las explicaciones redundantes son aquellas que reiteran el hecho del incumplimiento o sólo indican la existencia de una desviación respecto de la recomendación.

Las alternativas no explican las causas por las que existe incumplimiento, pero incluyen información adicional específica sobre procedimientos o actuaciones de la sociedad, que se pueden considerar alternativas a lo recomendado por el Código Unificado, porque persiguen el mismo fin.

### 3.2. Código Unificado de buen gobierno (2013)

El código vigente en España hasta la muy reciente aparición del Nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, aprobado por el Consejo de la CNMV el 18 de febrero de 2015 y que se tratará en otro epígrafe de este Capítulo, ha sido el Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, y que fue aprobado por el Consejo de la CNMV en mayo de 2006.

En su redacción original, el Código Unificado constaba de 58 recomendaciones sobre los estatutos sociales y junta general, consejo de administración, los consejeros y las comisiones.

Desde la aprobación en mayo de 2006 del Código Unificado, se habían desarrollado diversas iniciativas legislativas que afectaban a varias de sus recomendaciones. Con objeto de adaptar o suprimir aquellas afectadas por nuevos requisitos normativos, en junio de 2013, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores aprobó una actualización parcial del Código Unificado.

A través de la Circular 5/2013<sup>51</sup>, la versión actualizada del Código Unificado fue incorporada al correspondiente modelo de IAGC con respecto al cual las sociedades cotizadas han tenido que elaborar sus informes correspondientes al ejercicio 2013.

---

**51.** Circular 5/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de Gobierno Corporativo 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.

En concreto, se eliminaron cinco recomendaciones y adicionalmente se modificaron dos más:

- Sobre remuneraciones.  
Se suprimieron tres recomendaciones sobre el régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones, porque desde la entrada en vigor del artículo 61 ter de la Ley del Mercado de Valores<sup>52</sup> son requisitos obligatorios para todas las sociedades cotizadas.
- Sobre la rotación de consejeros independientes.  
Se incorporó al ordenamiento jurídico la recomendación que establece un máximo de permanencia de 12 años para los consejeros independientes.
- Sobre la condición de otros consejeros.  
El Código Unificado recomendaba que se explicasen las circunstancias que motivaban que un consejero externo no pueda ser calificado como dominical ni independiente. Esta explicación se ha incluido dentro del contenido mínimo del IAGC.
- Sobre diversidad de género.  
Se suprimió parcialmente la recomendación que se refiere a la transparencia sobre los motivos y medidas adoptadas por la sociedad cuando la presencia femenina en el consejo sea escasa o nula. Dicho requisito de transparencia se encuentra regulado en el IAGC.
- Sobre las funciones del comité de auditoría.  
Se eliminaron algunas de las funciones que el Código Unificado asigna al comité de auditoría, al ser incorporadas a la disposición adicional decimoctava de la Ley del Mercado de Valores desde su modificación por la Ley de Auditoría de Cuentas<sup>53</sup>.

Estas funciones hacían referencia a que el comité de auditoría supervisara el proceso de elaboración y la integridad de la información financiera, revisara periódicamente los sistemas de control interno y gestión de riesgos y elevara al consejo las propuestas de nombramiento y sustitución del auditor externo

### 3.3. Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado

La Ley del Mercado de Valores establece el deber de difundir información sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado y asigna a la CNMV la responsabilidad de revisar las reglas de Gobierno Corporativo, a cuyo efecto

---

**52.** Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

**53.** Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas.

puede recabar cuanta información precise al respecto, así como hacer pública la información que considere relevante sobre su efectivo grado de cumplimiento.

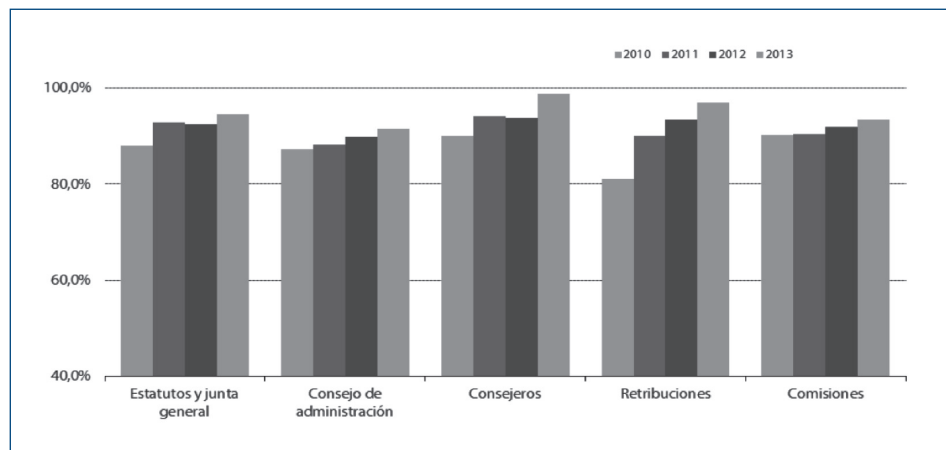
Anualmente, la CNMV publica dos informes donde se refleja, de forma agregada, las principales características de las estructuras de Gobierno Corporativo de las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

En uno de los apartados de los informes, se hace un análisis del grado de seguimiento del Código Unificado por parte de las sociedades cotizadas. Los últimos datos analizados de los que se dispone corresponden a los IAGC de las sociedades del Ibex 35 correspondientes al ejercicio 2013.

A nivel agregado, las declaraciones incluidas en los IAGC del año 2013 sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado han puesto de manifiesto, entre otros, los siguientes aspectos:

- En promedio, las sociedades del Ibex cumplen el 93,7% del Código Unificado y, adicionalmente, de forma parcial otro 3,3% de las recomendaciones que les son aplicables. Por tanto, a nivel agregado, no siguen, ni siquiera de forma parcial, el 3% de las recomendaciones.
- Todas las sociedades del Ibex siguen más del 75% de las recomendaciones del Código Unificado que le son aplicables. Un total de 26 compañías (74,3% del total) cumplen más del 90% del Código Unificado, de las cuales 9 declaran cumplir el 100% de las recomendaciones.
- Un total de 24 recomendaciones (45,3% del Código Unificado) son seguidas por todas las compañías del Ibex.
- Como en el ejercicio anterior, las recomendaciones del Código Unificado relativas al consejo de administración son las que registran un menor nivel de adopción.

Gráfico 1. Seguimiento de las recomendaciones del Código



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

En el gráfico 1 se incluye, en promedio, el grado de seguimiento total de las recomendaciones del Código Unificado, agrupadas por categorías, de las compañías del Ibex:

- En 2013, las sociedades del Ibex han alcanzado un grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado del 93,7%, frente al 91,6% que registraron en 2012.

El 26,4% de las recomendaciones tuvieron un seguimiento superior al declarado en 2012. La recomendación del Código Unificado que ha registrado un mayor incremento es la relativa a que el número de consejeros independientes representen al menos un tercio de los consejeros.

El incremento del grado de seguimiento del Código Unificado se debe también a la supresión de las recomendaciones que se han incorporado al ordenamiento jurídico. Las cinco que se han eliminado tenían un seguimiento medio, en 2012, del 86,9%, casi cinco puntos porcentuales menos que la media del Código Unificado.

- El 65,7% de las compañías del Ibex declararon cumplir un porcentaje del Código Unificado por encima del ejercicio anterior.

### Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado agrupadas por categorías

A continuación se incluyen una serie de cuadros que reflejan el grado de seguimiento del Código Unificado, agrupadas por categorías:

• **Recomendaciones sobre estatutos y junta general (1 a 6)**

El cuadro 1 muestra el porcentaje de sociedades que cumplen totalmente con las recomendaciones relacionadas con los estatutos y con la junta general de accionistas:

- La recomendación 2 —que cuando coticen la sociedad matriz y una sociedad dependiente ambas definan públicamente con precisión las respectivas áreas de actividad, sus eventuales relaciones de negocio y los mecanismos previstos para resolver los eventuales conflictos de intereses que puedan presentarse— no es seguida totalmente por 2 (una menos que en el ejercicio anterior) de las 4 sociedades (6 en 2012) a las que resulta de aplicación. La mayoría de estas compañías explican que las respectivas áreas de actividad entre empresas del grupo son definidas públicamente en las cuentas anuales y que los consejeros deben comunicar al consejo de administración cualquier situación de conflicto que pudiera tener con el interés de la sociedad.
- El 14,3% de las compañías del Ibex no siguió la recomendación sobre competencias sometidas a la aprobación de la junta general. Algunas de estas sociedades declararon que no la cumplen porque no la han incorporado a su normativa interna, a pesar de que en la práctica no se hayan dado estos supuestos.

**Cuadro 1. Seguimiento de las recomendaciones sobre estatutos y junta general**

(En %)	2010	2011	2012	2013
Limitaciones estatutarias	82,9	91,4	91,4	91,4
Cotización de sociedades integradas en grupos	77,8	60,0	50,0	50,0
Competencias de la junta	80,0	80,0	82,9	85,7
Información previa sobre propuestas a la junta	91,4	100,0	94,3	100
Votación separada de asuntos	91,4	97,1	100	100
Fraccionamiento del voto	97,1	100	100	100

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

• **Recomendaciones sobre el consejo de administración (7 a 25)**

El cuadro 2 refleja el porcentaje de sociedades que cumplen totalmente con las recomendaciones 7 a 13 del Código Unificado:

- La recomendación 8 —que el consejo de administración en pleno se reserve la competencia de aprobar las políticas y estrategias generales de la sociedad y las operaciones vinculadas— no es seguida en su totalidad por seis compañías del Ibex, mismo número que en 2012.  
En la mayoría de estas sociedades es el primer ejecutivo de la sociedad el responsable del nombramiento y cese de los altos directivos de la compañía.
- El tamaño del consejo de administración de 10 compañías del Ibex superan el límite que recomienda el Código Unificado. Las explicaciones más habituales para justificar la falta de seguimiento de esta recomendación son la complejidad y diversidad del grupo, y que el mayor porcentaje de capital quede representado en el consejo.
- El 14,3% de las compañías del Ibex declararon que la relación entre el número de consejeros dominicales y el de independientes no reflejaba la proporción existente en su estructura de capital.
- En consonancia con el incremento del capital flotante y de la representación de los consejeros independientes, el porcentaje de sociedades cotizadas que cuenta en el órgano de administración con, al menos, un tercio de consejeros con esta tipología ha pasado del 68,6% en 2012, al 80% en 2013.

Cuadro 2. Seguimiento de las recomendaciones 7 a 13 del Código Unificado

(En %)	2010	2011	2012	2013
Interés social	100	100	100	100
Competencias del consejo	82,9	80,0	82,9	82,9
Tamaño del consejo	68,6	68,6	74,3	74,3
Estructura funcional	97,1	97,1	97,1	97,1
Proporción dominicales e independientes	88,6	85,7	85,7	85,7
Número de independientes	71,4	74,3	68,6	80,0
Explicación del carácter de los consejeros	97,1	100	100	100

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

El cuadro 3 refleja el porcentaje de sociedades que cumplen totalmente con las recomendaciones 14 a 20 del Código Unificado:

- El 26,5% de las compañías donde la presencia de mujeres en el consejo es escasa o nula declaran que no han adoptado todas las medidas que recomienda el Código para corregir esta situación. La mayoría explica que sus procedimientos de selección se basan en la competencia y experiencia de los candidatos, se valora su perfil, conocimiento y experiencia, y no el género de los mismos.  
El porcentaje de seguimiento total de esta recomendación es 20 puntos porcentuales inferior a la media del Código, aunque ha aumentado en los últimos años, pasando del 42,4% en 2007 al 73,5% en 2013.
- El porcentaje de compañías que han otorgado facultades especiales a uno de los consejeros independientes por coincidir la figura del presidente con el primer ejecutivo, se ha incrementado en 7 puntos porcentuales.  
Como en años anteriores, algunas de las sociedades que no han seguido esta recomendación explican que han adoptado otras medidas de contrapeso, como que el resto de consejeros puedan solicitar la convocatoria del consejo de administración o la inclusión de nuevos puntos del orden del día.
- Dos sociedades no han establecido procedimientos para que, en caso de inasistencia de alguno de sus consejeros, la representación en los consejos se confiera con instrucciones concretas. Dichas sociedades consideran que de esta forma, el representante puede atenerse al resultado del debate en el consejo.

**Cuadro 3. Seguimiento de las recomendaciones 14 a 20 del Código Unificado**

(En %)	2010	2011	2012	2013
Diversidad de género	57,6	61,8	64,7	73,5
Funciones del presidente	97,1	100	100	100
Presidente primer ejecutivo	60,0	64,0	70,8	78,3
Secretario del consejo	100	100	100	100
Desarrollo de las sesiones	94,3	97,1	97,1	100
Inasistencias de los consejeros	91,4	91,4	94,3	94,3
Objeciones a las propuestas	100	100	100	100

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia



El cuadro 4 refleja el porcentaje de sociedades que cumplen totalmente con las recomendaciones 21 a 25 del Código Unificado:

- Dos compañías del Ibex no evalúan anualmente al consejo, ni el desempeño de las funciones del presidente y del primer ejecutivo, así como tampoco el funcionamiento de sus comisiones.  
Una de ellas, realiza esta evaluación de forma bianual y la otra compañía no evalúa al presidente por no tener funciones ejecutivas.
- Una de las recomendaciones referente al consejo menos seguida por las compañías del Ibex, es la relativa a que las sociedades establezcan reglas sobre el número de consejos de los que puedan formar parte sus consejeros.  
Las sociedades que no siguen esta recomendación explican que la comisión de nombramientos y retribuciones ya tiene en cuenta la capacidad y disponibilidad de los consejeros para cumplir sus funciones adecuadamente.

Cuadro 4. Seguimiento de las recomendaciones 21 a 25 del Código Unificado

(En %)	2010	2011	2012	2013
Evaluación periódica	88,6	88,6	94,3	94,3
Información a los consejeros	100	100	100	100
Asesoramiento externo	97,1	100	100	100
Programa de orientación para nuevos consejeros	94,3	97,1	97,1	97,1
Dedicación	57,1	57,1	68,6	77,1

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

- **De los consejeros (26 a 32)**

El cuadro 5 refleja el porcentaje de sociedades que cumplen totalmente con las recomendaciones 26 a 32 del Código Unificado. Las recomendaciones relativas a los consejeros son las más seguidas del Código Unificado, su grado de seguimiento ha pasado del 93,7% en 2012, al 98,7% en 2013.

Cuadro 5. Seguimiento de las recomendaciones 26 a 32 del Código Unificado

(en %)	2010	2011	2012	2013
Selección de consejeros	100	100	100	100
Información sobre consejeros	91,4	97,1	97,1	97,1
Cese y dimisión	94,3	100	100	100
Cese de independientes	88,6	94,3	94,3	97,1
Información de supuestos que perjudican la reputación	100	100	100	100
Oposición de los consejeros	96,0	95,8	100	100
Explicación de razones del cese	78,3	86,4	90,0	95,5

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

- **Retribuciones (33 a 36)**

El cuadro 6 refleja el porcentaje de sociedades que cumplen totalmente con las recomendaciones 33 a 36 del Código Unificado. Todas las compañías del Ibex consideran que la remuneración de sus consejeros externos es la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exige, pero no tan elevada como para comprometer su independencia.

Cuadro 6. Seguimiento de las recomendaciones 33 a 36 del Código Unificado

(en %)	2010	2011	2012	2013
Entrega de acciones solo a ejecutivos	91,4	88,6	91,4	90,6
Remuneración de consejeros externos	100	100	100	100
Remuneración sobre resultados	100	100	100	95,8
Cautelas técnicas en las retribuciones variables	100	100	100	100

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

- **De las comisiones (37 a 53)**

El cuadro 7 refleja el porcentaje de sociedades que cumplen totalmente con las recomendaciones 37 a 42 del Código Unificado:

- Aunque su grado de seguimiento se ha incrementado en casi cuatro puntos porcentuales respecto a 2012, una de las recomendaciones menos seguida del Código Unificado es la 37 —relativa a la participación de las diferentes categorías de consejeros en la comisión ejecutiva—. La mayoría de las entidades que no siguen la recomendación entienden que la comisión ejecutiva es un órgano delegado netamente ejecutivo, por lo que incorporan a dicha comisión un porcentaje mayor de consejeros ejecutivos.
- Tres compañías del Ibex, dos menos que en 2012, no han adoptado la recomendación del Código Unificado referente a que todos los miembros del consejo reciban copia de las actas de las sesiones de la comisión ejecutiva. En estas sociedades, el presidente informa al resto de consejeros de las decisiones tomadas por la comisión ejecutiva.
- Sigue la tendencia creciente en el grado de cumplimiento de la recomendación 39 —relativa a la composición y funciones de las comisiones de control—, que ha pasado de ser seguida por el 77,1% de las compañías del Ibex en 2012, al 85,7% en 2013. Las sociedades que no siguen esta recomendación explicaron que para designar a los miembros de las comisiones de control se ha tenido en cuenta la aptitud, experiencia y cualificación del consejero, características que han prevalecido sobre su tipología. Alguna de estas entidades entiende que es mejor para el interés de la sociedad que el presidente del consejo de administración sea el presidente de la comisión de nombramientos y retribuciones.
- Excepto una sociedad, en todas las compañías del Ibex la supervisión del cumplimiento de los códigos internos de conducta y de las reglas de Gobierno Corporativo se atribuye al comité de auditoría, a la comisión de nombramientos o a una comisión de cumplimiento o de Gobierno Corporativo.

Cuadro 7. Seguimiento de las recomendaciones 37 a 42 del Código Unificado

(en %)	2010	2011	2012	2013
Composición de la comisión delegada	59,3	56,0	61,5	65,4
Conocimiento por el consejo de asuntos de la comisión delegada	85,2	80,0	80,8	88,0
Composición de comisiones de supervisión y control	68,6	71,4	77,1	85,7
Supervisión de códigos internos de conducta	97,1	97,1	97,1	97,1
Cualificación de los miembros del comité de auditoría	100	100	100	100
Auditoría interna	100	100	100	100

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

El cuadro 8 refleja el porcentaje de sociedades que cumplen totalmente con las recomendaciones 43 a 48 del Código Unificado. Todas las compañías del Ibex indican que sus consejos de administración procuran presentar las cuentas a la junta general sin reservas ni salvedades en el informe de auditoría, y en los supuestos excepcionales en que existen, tanto el presidente del comité de auditoría como los auditores explican con claridad a los accionistas el contenido y alcance de dichas reservas o salvedades.

Cuadro 8. Seguimiento de las recomendaciones 43 a 48 del Código Unificado

(en %)	2010	2011	2012	2013
Información del responsable de auditoría interna	100	100	100	100
Política de control y gestión de riesgos	100	97,1	100	100
Funciones del comité de auditoría	88,6	88,6	88,6	94,3
Convocatoria del comité de auditoría a cualquier empleado	100	100	100	100
Informe previo del comité de auditoría al consejo	94,3	91,4	97,1	94,3
Presentación de las cuentas anuales sin salvedades	100	100	100	100

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

El cuadro 9 refleja el porcentaje de sociedades que cumplen totalmente con las recomendaciones 49 a 53 del Código Unificado:

- El 22,9% de las sociedades del Ibex no contaba con una comisión de nombramientos compuesta de una mayoría de independientes. Estas sociedades argumentaron que han dado prioridad a la hora de designar a los miembros de la comisión de nombramientos y retribuciones a las aptitudes, experiencia y cualificación de los consejeros para contribuir a un mejor desempeño de las competencias y funciones que tiene atribuidas la comisión.
- Un total de siete sociedades del Ibex, dos menos que en 2012, no han encomendado a sus comisiones de nombramientos todas las funciones que recomienda el Código Unificado. En la mayoría de los casos, la comisión de nombramientos y retribuciones no examina u organiza la sucesión del presidente, ni informa al consejo sobre las cuestiones de diversidad de género.

Cuadro 9. Seguimiento de las recomendaciones 49 a 53 del Código Unificado

(en %)	2010	2011	2012	2013
Miembros de la comisión de nombramientos y retribuciones	71,4	74,3	77,1	77,1
Funciones de la comisión de nombramientos	74,3	71,4	74,3	80,0
Consulta de la comisión de nombramientos a los consejeros ejecutivos	94,3	97,1	100	100
Funciones de la comisión de retribuciones	94,3	97,1	97,1	97,1
Consulta de la comisión de nombramientos sobre los consejeros ejecutivos	97,1	100	100	100

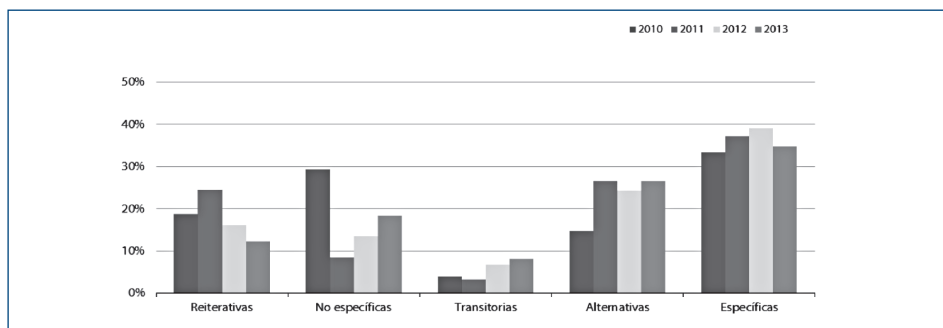
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

- **Aplicación del principio cumplir o explicar**

Se han analizado las explicaciones facilitadas en los IAGC sobre las diez recomendaciones menos seguidas por las sociedades del Ibex. Dichas explicaciones se han clasificado en redundantes, alternativas, no específicas, transitorias y específicas.

El gráfico 2 presenta la distribución de las explicaciones de la muestra analizada, según su clasificación en las cinco categorías descritas.

Gráfico 2. Clasificación de las explicaciones



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

- En el ejercicio 2013, la calidad de las explicaciones de las compañías del Ibex fue, en términos globales, similar a la del ejercicio anterior. El conjunto de explicaciones reiterativas y no específicas se situó en el 31% de la muestra (30% en 2012).
- Las explicaciones que informan sobre una situación específica de la sociedad y exponen los motivos por los que esta circunstancia les impide seguir la recomendación descendieron en más de 4 puntos porcentuales.

Sin embargo, se produjo un aumento en las explicaciones que indican un compromiso para adoptar las medidas necesarias con el objetivo de cumplir la recomendación en ejercicios futuros, así como en aquellas que incluyen información adicional específica como alternativa a la recomendación.

### 3.4. El nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2015): análisis de sus principales novedades

#### • Introducción

En los últimos años han surgido múltiples iniciativas relacionadas con el Gobierno Corporativo, especialmente a raíz de la reciente crisis financiera internacional. España no ha sido ajena, y en los últimos años hemos sido testigos de diversos avances en materia de Gobierno Corporativo.

Así, el Código Unificado de Buen Gobierno, aprobado por Acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), el 22 de mayo de 2006, fue actualizado parcialmente en junio de 2013<sup>54</sup> para adaptar o suprimir las recomendaciones que se habían incorporado a la legislación, tal y como se ha detallado en el epígrafe 3.2.

El 10 de mayo de 2013, y dentro del Plan Nacional de Reformas 2013, se creó, por Acuerdo del Consejo de Ministros, una Comisión de expertos en materia de Gobierno

---

**54.** En concreto, se eliminaron cinco recomendaciones y se modificaron dos:

- Se suprimieron 3 recomendaciones sobre el régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones, pues desde la entrada en vigor del artículo 61 ter de la LMV eran requisitos obligatorios.
- Se suprimieron otras 2, relativas a la rotación de consejeros independientes y a la transparencia sobre los motivos por los que un consejero es calificado como otro externo, y parcialmente la relativa a diversidad de género, porque todas ellas pasaron a estar reguladas en la Orden ECC/461/2013.
- Se eliminaron algunas de las funciones que el Código Unificado asignaba al comité de auditoría, al ser incorporadas a la disposición adicional decimoctava de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV) desde su modificación por la Ley de Auditoría de Cuentas.

Del mismo modo, las definiciones de las distintas categorías de consejeros pasaron a estar contenidas en la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por lo que se suprimieron de la versión actualizada de junio de 2013. Más recientemente, han pasado a formar parte de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC).

Corporativo con el objetivo de proponer las iniciativas y las reformas normativas que considerasen adecuadas para garantizar el buen gobierno de las empresas, y para prestar apoyo y asesoramiento a la CNMV en la modificación del mencionado Código Unificado de 2006.

La Comisión de expertos diferenció entre las cuestiones que debían ser propuestas para la mejora del marco regulatorio (que ha dado lugar, casi sin diferencias, a la Ley 31/2014, de 3 diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo<sup>55</sup>), y las que han de constituir recomendaciones de carácter voluntario, sujetas al principio de “cumplir o explicar”.

Estas últimas son las que contiene el nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, aprobado el 18 de febrero de 2015 por el Consejo de la CNMV.

- **Análisis comparativo del nuevo Código de buen gobierno**

El nuevo Código<sup>56</sup> está compuesto por 64 recomendaciones, que se agrupan en tres grandes bloques de contenido: aspectos generales (recomendaciones 1 a 5), junta general de accionistas (6 a 11) y consejo de administración (12 a 64).

En el presente epígrafe se analizan las principales novedades del nuevo Código en relación con la versión de junio de 2013.

La principal novedad a nivel formal es que el nuevo Código identifica los 25 principios que sirven de base para las distintas recomendaciones. Así, la nueva estructura del Código establece un principio y una explicación para cada una de las recomendaciones o grupos de recomendaciones relativas a una misma temática. Estos principios se muestran además agrupados en el apartado II del Código.

En cuanto al contenido del Código, se distinguen a continuación, de forma resumida, entre las nuevas recomendaciones introducidas y las que han sido modificadas respecto a la versión de junio de 2013. Finalmente, se enumeran las recomendaciones que han sido eliminadas.

#### **A. Nuevas recomendaciones**

- Se recomienda que en el transcurso de la junta general, el presidente del consejo informe a los accionistas de los aspectos más relevantes del Gobierno

---

55. Ver Capítulo 2 de este Estudio

56. [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_buen\\_gobierno.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf)



Corporativo de la sociedad, incluyendo, en particular, los motivos concretos por los que la sociedad no sigue alguna de las recomendaciones del Código y, si existieran, las reglas alternativas que aplique en esa materia (recom. 3).

- Se recomienda que las sociedades cuenten con una política pública de comunicación y contactos con los accionistas, inversores institucionales y asesores de voto (recom. 4).
- Se recomienda que el consejo de administración no eleve a la junta general una propuesta de delegación de facultades para emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente, por un importe superior al 20% del capital (recom. 5).
- Se recomienda que las sociedades publiquen en su web, con antelación suficiente a la celebración de la junta general una serie de informes<sup>57</sup>, que sin ser preceptiva su presentación, se considera recomendable que se pongan a disposición de los accionistas; así como que la junta sea retransmitida en directo a través de la mencionada web (recom. 6 y 7).
- Se introducen dos nuevas recomendaciones con el objetivo de facilitar el derecho de asistencia y participación en la junta de los accionistas en igualdad de condiciones. En concreto, se recomienda que las sociedades publiquen de manera permanente los requisitos y procedimientos que aceptarán para acreditar la titularidad de acciones, el derecho de asistencia y el ejercicio o delegación del derecho de voto; y que cuando algún accionista haya ejercitado el derecho a completar el orden del día, la sociedad difunda tales puntos de forma inmediata, publique el modelo de tarjeta de asistencia que permita votar los nuevos puntos en los mismos términos que los propuestos por el consejo, los someta a votación en su totalidad y con las mismas reglas de voto y comunique el desglose de voto de las mismas (recom. 9 y 10).
- Se recomienda que la política sobre primas de asistencia a la junta general sea definida con anterioridad a la celebración de la misma, y que sea estable (recom. 11).
- Se recomienda que el consejo de administración apruebe una política de selección de consejeros que cumpla una serie de requisitos: que sea concreta, verificable, que asegure que las propuestas de nombramiento o selección se fundamentan en un análisis previo de las necesidades del consejo, y que favorezca la diversidad de conocimientos, experiencias y género (recom. 14). Además, se recomienda que la política de selección de consejeros promueva el objetivo de que en el año 2020 el número de consejeras represente, al menos, el 30% del total de miembros del consejo.

---

**57.** Informe sobre la independencia del auditor, informes de funcionamiento de las comisiones de auditoría y nombramientos y retribuciones, informe de la comisión de auditoría sobre operaciones vinculadas, e informe sobre la política de responsabilidad social corporativa.

- Se introducen dos nuevas recomendaciones relativas a la información a los consejeros. En concreto, las recomendaciones 31 y 32 establecen que en el orden del día se indiquen los puntos sobre los que el consejo deberá adoptar decisiones para que los consejeros puedan estudiar o recabar la información precisa, que los consejeros sean periódicamente informados de los movimientos en el accionariado, y de la opinión de los accionistas significativos, inversores y agencias de calificación acerca de la sociedad.
- Se introduce una nueva recomendación que amplía las facultades que debe tener, cuando exista, el consejero coordinador (recom. 34).  
Entre ellas están el presidir el consejo en ausencia del presidente y los vicepresidentes, coordinar el plan de sucesión del presidente, y mantener contactos con inversores y accionistas para conocer sus puntos de vista, en particular, en relación con el Gobierno Corporativo de la sociedad.
- Se recomienda que la comisión de auditoría sea informada sobre las operaciones de modificaciones estructurales y corporativas que la sociedad proyecte realizar, para su análisis e informe previo al consejo acerca de sus condiciones económicas e impacto contable (recom. 44).
- Se introduce una recomendación que establece la existencia de una función interna de control y gestión de riesgos así como sus funciones (recom. 46).
- Se recomienda que las sociedades de elevada capitalización cuenten con una comisión de nombramientos y con una comisión de remuneraciones separadas (recom. 48).
- Se introduce una recomendación que, de forma genérica, establece que las reglas de composición y funcionamiento de las comisiones de supervisión y control deben ser consistentes con las aplicables a las comisiones legalmente obligatorias (recom. 52).
- Se introducen dos recomendaciones sobre la responsabilidad social corporativa (en adelante, RSC), aspecto que apenas se trataba en el anterior Código Unificado<sup>58</sup> (recom. 54 y 55).  
En concreto, se recomienda que la política de RSC incluya los principios o compromisos que la empresa asuma voluntariamente en su relación con los distintos grupos de interés (identificando una lista de mínimos de aspectos que debe incluir), así como que la sociedad informe, en un documento separado o en el informe de gestión, sobre los asuntos relacionados con la misma.
- En relación con las remuneraciones de los consejeros, se introducen una serie de nuevas recomendaciones (59, 61, 62, 63 y 64), y se modifican otras (56, 57, 58, correspondientes a las antiguas 34, 33 y 36, respectivamente). Estas

---

**58.** No obstante, sí existía alguna mención, como por ejemplo en la recomendación 8, que establecía la aprobación de la política de responsabilidad social corporativa como una de las competencias que el consejo en pleno se debía reservar.

modificaciones incorporan muchas de las recomendaciones incluidas en la Recomendación de la Comisión Europea, de abril de 2009, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las sociedades cotizadas.

Algunas de las nuevas recomendaciones más destacadas son:

- Que el pago de una parte relevante de los componentes variables se difiera por un periodo mínimo de tiempo.
- Que un porcentaje relevante de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos esté vinculado a la entrega de acciones o de instrumentos financieros referenciados a su valor.
- Que los acuerdos contractuales incluyan una cláusula que permita a la sociedad reclamar el reembolso de los componentes variables cuando el pago no haya estado ajustado a las condiciones de rendimiento o cuando se hayan abonado atendiendo a datos cuya inexactitud quede acreditada con posterioridad (cláusulas clawback).
- Que los pagos por resolución de contrato no superen un importe equivalente a dos años de remuneración total anual, y no se abone hasta que la sociedad haya podido comprobar que el consejero ha cumplido con los criterios de rendimiento previamente establecidos.
- Que los componentes variables de las remuneraciones estén vinculados a criterios de rendimiento que sean predeterminados y medibles.

## **B. Recomendaciones que han experimentado modificaciones**

- Se modifica el número de consejeros independientes recomendado para los consejos.  
Así, la recomendación 17 (antigua 12) establece que el número de independientes represente, al menos, la mitad del total de consejeros. No obstante, aquellas sociedades que no sean de elevada capitalización o cuando, aun siéndolo, cuenten con un accionista, o varios actuando concertadamente, que controlen más del 30% del capital, el número de independientes deberá representar, al menos, un tercio del total de consejeros.
- La recomendación 18 (antigua 27) amplía la información que deben contener las páginas web de las sociedades sobre sus consejeros, añadiendo que deben indicarse todas las actividades retribuidas que éstos realicen, cualquiera que sea su naturaleza.
- Se reduce al 3% de participación (desde el 5%) el umbral por debajo del cual se deben explicar las razones por las que se han nombrado a consejeros dominicales (recom. 19, antigua 13).

- Se amplía lo que se entiende como "justa causa" para que el consejo pueda proponer la separación de un consejero independiente: "cuando el consejero pase a ocupar nuevos cargos o contraiga nuevas obligaciones que le impidan dedicar el tiempo necesario al desempeño de las funciones propias del cargo de consejero, incumpla los deberes inherentes a su cargo o incurra en algunas de las circunstancias que le hagan perder su condición de independiente, de acuerdo con lo establecido en la legislación aplicable" (recom. 21, antigua 29).
- Se establece en 8 el número mínimo de reuniones que deben mantener anualmente los consejos de administración (recom. 26, antigua 18).
- La recomendación 30 (antigua 24) elimina la parte relativa a que las sociedades establezcan un programa de orientación que proporcione a los nuevos consejeros un conocimiento rápido y suficiente de la empresa y sus reglas de Gobierno Corporativo.
- En relación con el presidente del consejo, la antigua recomendación 15 se ve modificada en la recomendación 33, que amplía las funciones que éste debe tener.
- Respecto al secretario del consejo, la recomendación 35 (antigua 17) elimina la parte relativa a que su nombramiento y cese sean informados por la comisión de nombramientos y aprobados por el consejo y de que vele de forma especial para que las actuaciones del consejo se ajusten a la normativa aplicable y sean conformes con los estatutos sociales y demás normativa interna (pasa a estar incorporado en el art. 529 octies de la LSC).
- Se aumentan las evaluaciones que debe hacer anualmente el consejo de administración, añadiendo una respecto a la diversidad en la composición y competencias del consejo, así como sobre el desempeño y la aportación de cada consejero, y la composición de las comisiones (recom. 36, antigua 21). Además, se establece que cada tres años el consejo sea auxiliado por un consultor externo, incluyéndose en el IAGC el proceso y áreas evaluadas y las relaciones de negocio que el consultor pudiera mantener con la sociedad.
- Se recomienda que la comisión de auditoría esté compuesta en su mayoría por consejeros independientes (recom. 39, antigua 41).
- Se recomienda que la unidad que asuma la función de auditoría interna dependa funcionalmente del presidente no ejecutivo del consejo o del de la comisión de auditoría (recom. 40, antigua 42).
- Se modifican las funciones que se recomiendan para el comité de auditoría y la comisión de retribuciones (recom. 42 y 50, antiguas 45 y 52).
- La recomendación 47 engloba el contenido de la antigua recomendación 49 (que la mayoría de los miembros de la comisión de nombramientos, o de la comisión de nombramientos y retribuciones si fueran una sola, sean consejeros independientes) y una parte del de la 39 (que los miembros de la citada comisión se designen procurando que tengan los conocimientos,

aptitudes y experiencia adecuados a las funciones que estén llamados a desempeñar).

- La recomendación 53 enumera una serie de funciones que debe asumir una o varias comisiones de supervisión y control, dejando a elección de cada sociedad cuál de ellas. Entre las citadas funciones se encuentran, entre otras, la supervisión del cumplimiento de los códigos internos de conducta y de las reglas de Gobierno Corporativo de la sociedad (antigua recom. 40) y de la estrategia de comunicación y relación con accionistas e inversores.
- La antigua recomendación 7 sufre modificaciones en su redacción (recom. 12). Entre otras, pasa a definir el interés social —que debe servir de guía en las actuaciones del consejo— como “la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa”.
- La antigua recomendación 48 sufre una ligera modificación en su contenido, recomendando de forma explícita que sea la comisión de auditoría quien vele por que el consejo procure presentar las cuentas a la junta sin limitaciones ni salvedades (recom. 8).
- La recomendación 16 experimenta ligeros cambios de redacción respecto a la antigua recomendación 11.

### C. Recomendaciones eliminadas

Han sido eliminadas del Código Unificado de junio de 2013 las siguientes recomendaciones: 3 (artículos 160 y 511 bis de la LSC<sup>59</sup>), 4 (art. 518 LSC), 5 (art. 197 bis LSC), 6 (art. 524 LSC), 8 (art. 529 ter LSC), 14 (art. 529 bis LSC), 16 (art. 529 septies LSC), 22 (art. 225, 529 quinquies, 529 sexies y 529 octies LSC), 26 (art. 529 decies LSC), 39 (art. 529 quaterdecies y 529 quincecenas LSC), 47 (art. 529 quaterdecies LSC), y 50 (art. 529 quincecenas LSC).

### 3.5. Códigos europeos

Los códigos de Gobierno Corporativo europeos, al igual que el español, se basan en la aplicación del principio *cumplir o explicar*, dejando a la libre autonomía de cada sociedad la decisión de seguir o no las recomendaciones de Gobierno Corporativo.

En la aplicación de este principio, la Comisión Europea destacó en su Plan de Acción de *Company Law* (legislación mercantil) y Gobierno Corporativo<sup>60</sup>, publicado el 12 de

---

59. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC).

60. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:ES:PDF>

diciembre de 2012, la importancia de mejorar la calidad de las explicaciones ofrecidas por las sociedades cuando no siguen las recomendaciones de los códigos. Como resultado del citado Plan, el 9 de abril de 2014, publicó la recomendación 2014/208/UE sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial (*cumplir o explicar*)<sup>61</sup>.

En esta línea, y con anterioridad a la publicación de la recomendación de la Comisión Europea, diversos países lanzaron iniciativas para alcanzar dicho objetivo. Las iniciativas más destacables son las realizadas en Reino Unido y en Bélgica:

- Reino Unido: el *Financial Reporting Council* (FRC) establece qué es una buena explicación, para lo cual debe contener: cómo afecta el no seguimiento a la sociedad, razones por las que se desvían del código, horizonte temporal del no seguimiento y los pasos que se van a seguir para cumplir la recomendación.
- Bélgica: el *Corporate Governance Committee* ha publicado un documento<sup>62</sup> en el que se establecen ocho principios que las sociedades han de cumplir a la hora de explicar el no seguimiento de las recomendaciones del código. Como contenidos de las explicaciones, destacan: razones para el no seguimiento, las explicaciones no pueden ser redundantes.

En cuanto a la revisión y actualización del Código Unificado de buen gobierno, éste no establece un procedimiento formal ni periodicidad para ello, mientras que otros códigos europeos (Holanda, Italia y Francia) sí recogen información a este respecto. Estos códigos fijan la periodicidad con la que se revisarán y actualizarán (normalmente anual), para las que se tendrá en cuenta las mejores prácticas y las novedades

---

**61.** <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014H0208&from=EN>

El documento indica que para cada recomendación no seguida, las sociedades -en sus informes de Gobierno Corporativo- deben:

1. Explicar en qué manera no siguen la recomendación.
2. Describir las razones del no seguimiento.
3. Describir cómo ha sido el proceso interno en la sociedad a la hora de tomar la decisión de no seguir la recomendación, incluyendo en su caso, los órganos involucrados.
4. Explicar el horizonte temporal del no seguimiento y, en su caso, cuándo tiene previsto cumplir con la recomendación.
5. Describir las medidas implementadas como alternativa a la recomendación, cómo dichas medidas alcanzan los objetivos de la recomendación o cómo contribuyen al buen Gobierno Corporativo.

Adicionalmente, el documento indica que con el objetivo de incentivar a las sociedades a cumplir con los códigos de Gobierno Corporativo o mejorar las explicaciones cuando se desvían de ellos, es necesario un eficiente seguimiento (monitoring) a nivel nacional.

**62.** <http://www.corporategovernancecommittee.be/en/tools/explain/default.aspx>

<http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/Explain%20-%20regels/2012%2002%2017-%20Practical%20Rules.pdf>

normativas tanto a nivel nacional como internacional. Dentro del alcance de sus revisiones, se establece que analizarán la razonabilidad/practicidad de las recomendaciones. Adicionalmente, los códigos recogen quien es el responsable de llevar a cabo las actualizaciones, que en algunos casos un comité específico que también tiene funciones de "monitorización".

- **Comparativa de códigos europeos**

Las recomendaciones de los códigos de los países europeos más representativos o con mayor tradición en materia de Gobierno Corporativo, son similares, aunque no hay uniformidad en la concreción de cada una de ellas.

Se ha realizado un análisis comparativo de los códigos de Alemania, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido (*en adelante*, UK) para identificar las diferencias existentes con el Código Unificado de buen gobierno (ver cuadro 10). En dicho análisis, se ha detectado que en algunos casos, las diferencias vienen motivadas por la existencia (Alemania y Holanda) de consejos de administración con sistema dual: *Supervisory Board* y *Management Board*, dado que esto implica que se emitan recomendaciones específicas y con mayor detalle a cada uno de los dos consejos.

Las recomendaciones más significativas incluidas en códigos europeos y que no figuran en el Código Unificado español se describen a continuación, agrupadas por apartados:

### **1. Alcance del código**

La introducción de los códigos europeos define el alcance de sus recomendaciones, en su totalidad orientados a sociedades cotizadas, y en otros casos es extensible a sociedades no cotizadas (Alemania, Francia), a cotizadas en un sistema multilateral de negociación (Holanda). En otro caso, se especifica que algunas recomendaciones no son de aplicación a compañías de menor tamaño (UK).

En este sentido, en dos de los códigos analizados, la introducción menciona que van dirigidos a sociedades con sistema dual —*two-tier system*— (Alemania y Holanda). Esto implica que algunas de sus recomendaciones vayan dirigidas expresamente a uno de los dos consejos o a ambos.

Por otro lado, también se recoge en la introducción de algunos códigos la periodicidad de las revisiones, actualizaciones de los códigos y quiénes las realizarán (Alemania, Holanda, UK).

## 2. Estatutos y Junta General

En este capítulo, destaca el objetivo perseguido por las recomendaciones de códigos europeos: incentivar una mayor participación de los accionistas en las juntas generales (Alemania, Holanda y UK).

## 3. Consejo de administración

Los principios generales de las recomendaciones de los distintos códigos europeos son muy similares, sin embargo, existen diferencias en la concreción de cada una de las recomendaciones. Para facilitar su análisis, las recomendaciones del consejo que no figuran en el Código Unificado de Gobierno Corporativo se han dividido en los siguientes epígrafes:

- **Competencias:** de los códigos destacan las siguientes recomendaciones: se establece la periodicidad de las evaluaciones que deben realizar del consejo de administración; la realización de evaluaciones individuales de los consejeros y que se mantengan informados a los accionistas sobre éstas. En los casos de países con sistema dual, existen recomendaciones que promueven la coordinación entre los dos consejos.
- **Estructura, composición:** en algunos códigos se recomienda: la existencia de la figura de un consejero coordinador; evitar la concentración de poderes en una sola persona; diversidad de los miembros (incluida la de género) y se establece un número o porcentaje mínimo de consejeros independientes (al menos el 50%, entre el 33%-50%; al menos 2 consejeros). Adicionalmente, en dos de los códigos analizados, para ser consejero independiente se establece una limitación temporal de 9 años. En otro caso, se recomienda que el *Supervisory Board* establezca objetivos sobre su composición y lo publique en su informe de Gobierno Corporativo, y que realice su seguimiento.
- **Presidente:** la principal diferencia en otros código radica en la concreción de algunas de sus funciones: evaluación que debe realizar sobre los otros consejeros; asegurar que existe comunicación entre los consejeros ejecutivos y no ejecutivos; mantener reuniones periódicas con los consejeros no ejecutivos sin la presencia de los ejecutivos; y asegurar una buena comunicación con los accionistas.
- **Secretario:** únicamente en un código se establece que tenga una función adicional a la recogida en el Código Unificado: entre sus funciones, bajo la supervisión del presidente, está la de garantizar el flujo de información en el consejo y sus comisiones con la alta dirección y consejeros no ejecutivos.
- **Nombramientos:** en Alemania, su código (para sociedades con *two-tier system*) establece que los accionistas nombran a los miembros del *Supervisory*



*Board* y éstos últimos nombran y cesan a los del *Management Board*, teniendo en cuenta la diversidad, en particular, la presencia de mujeres.

En otros códigos, el consejo es quien nombra a los consejeros ejecutivos, y quien nombra y cesa al presidente. También se establece la necesidad de que exista un procedimiento de nombramientos, que la reelección de consejeros debe estar sujeta a su buen desempeño y realizarse periódicamente, al menos cada tres años. Por otro lado, la reelección de consejeros no ejecutivos con antigüedad superior a nueve años de servicio ha de realizarse anualmente.

En el nombramiento y reelección de consejeros por los accionistas se promueve facilitar la suficiente información biográfica y otra información relevante de los candidatos.

- **Rotación y dedicación:** varios códigos europeos recomiendan: limitar el número de consejos de los que pueden formar parte los consejeros (3 ó 4 consejos al mismo tiempo); establecer un número de años máximo de mandato (4 años y en un caso no más de 6); y destaca la recomendación de cese cuando existan conflictos de intereses.
- **Formación:** las recomendaciones de los códigos europeos sobre este aspecto van orientadas a que los consejeros mantengan actualizados sus conocimientos apoyados por la sociedad o bajo la coordinación del presidente.

#### 4. Comisiones

Las diferencias en las recomendaciones sobre las comisiones se concretan en las que hacen referencia a cada comisión de forma específica. Aun así, en varios códigos europeos se identifican algunas diferencias en los principios que hacen referencia a las comisiones de forma genérica: tener un número máximo de consejeros no independientes, estar compuestas con una diversidad adecuada y que publiquen las actividades realizadas por la comisión junto con la participación de cada uno de sus miembros.

A continuación se resumen las principales diferencias en las recomendaciones sobre cada una de las comisiones que identifican entre los códigos analizados:

- **Comité de auditoría:** en los códigos dirigidos a sociedades con *two-tier system*, se recomienda que el presidente de esta comisión no sea el presidente del *Supervisory Board* y, en unos de los casos, tampoco lo puede ser del *Management Board*.

Por otro lado, destaca que en un código se recomienda que todos los miembros de la comisión deben tener conocimientos financieros y de contabilidad, y que al menos dos tercios de sus miembros sean consejeros independientes.

- **Comisiones de nombramientos y retribuciones:** entre las funciones de esta comisión, se repite en varios códigos la necesidad de establecer y hacer público un plan para la sucesión de los consejeros ejecutivos. También se recogen en otros códigos europeos recomendaciones relacionadas con el uso de consultoras externas, los vínculos que existan con ellas, que se haga pública toda esta información. En el caso de un código dirigido a sociedades con *two-tier system* se recomienda que los consultores externos no hayan prestado servicios a miembros del *Management Board*. En las recomendaciones para estas comisiones, destacan las posiciones opuestas en los dos códigos para sociedades con *two-tier system* en relación al puesto del presidente. En una se recomienda que éste debiera ser el presidente del *Supervisory Board*, mientras que en el otro se indica que no debe ser el presidente del *Supervisory Board* ni miembro del *Management Board*.
- **Otras comisiones:** en un código europeo se realizan recomendaciones sobre la necesidad de la existencia de un comité de control y riesgos. Dichas recomendaciones se centran principalmente en cuál debe ser su composición (consejeros independientes) y cuáles sus funciones (supervisar auditoría interna, definir la política de retribuciones, identificar riesgos).

## 5. Relaciones con accionistas

En cuatro de los cinco códigos europeos analizados, se recogen recomendaciones orientadas a promover un mayor diálogo con los accionistas y su mayor participación en las juntas generales. Éstas recomendaciones se concretan de manera diferente: (i) existencia de un responsable que mantenga las relaciones con los accionistas, el cual según un código debería ser el primer ejecutivo de la sociedad; (ii) mantener contactos y diálogos con los accionistas para entender sus objetivos; (iii) asistencia de los consejeros a las juntas generales y, por parte de éstos, explicación de los motivos por los que no se sigan los principios del código, fomentando el diálogo especialmente cuando los accionistas no acepten las explicaciones dadas por la sociedad.

## 6. Otras recomendaciones

Los códigos europeos recogen otra serie de recomendaciones, entre las que destacan aquellas que buscan promover la transparencia:

- Los informes de Gobierno Corporativo deberían permanecer públicos en la web durante al menos 5 años.
- Todas las publicaciones que realice la sociedad en la web deberían hacerse también en inglés.

- Cada sociedad debería tener una rigurosa política de comunicación con los analistas y el mercado, siendo los comunicados de prensa la vía más frecuente de comunicación.
- Las sociedades deben desarrollar y clarificar la información facilitada a los accionistas e inversores, especialmente la relacionada con los compromisos fuera de balance y los riesgos.
- Se debe publicar al mercado a través, entre otros, de nota de prensa de los resultados de la evaluación anual sobre la independencia de sus consejeros independientes.
- La función de auditoría interna debe confiarse a una persona externa a la sociedad, dotado de profesionalidad e independencia. La puesta en práctica de esta opción, junto con las razones que lo justifican, debe ser informada a los accionistas y al mercado en el informe anual de Gobierno Corporativo.

Cuadro 10 : Recomendaciones de otros códigos no recogidos en el español

Apartados	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido
1. Introducción / Alcance	<ul style="list-style-type: none"> <li>También para no cotizadas</li> <li>Revisión anual del código</li> <li>Código dirigido a sociedades con sistema dual</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>También para no cotizadas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>También para cotizadas en SMN</li> <li>Crean un comité de seguimiento</li> <li>Código dirigido a sociedades con sistema dual</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Organizado en "principios", "criterios" y "comentarios" que ofrecen explicaciones y ejemplos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Revisiones periódicas</li> <li>Algunas recomendaciones no aplicables a compañías de menor tamaño</li> <li>El no seguimiento de una recomendación no siempre implica su no cumplimiento</li> </ul>
2. Estatutos y Junta General	<ul style="list-style-type: none"> <li>Todos los accionistas podrán asistir, participar y enviar propuestas a la Junta General</li> <li>Tiempo celebración normal de Junta: entre 4 y 6 horas</li> <li>Enviar también a proveedores de servicios financieros convocatoria junto con información</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Todos los accionistas posibles deben asistir y participar en la junta</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>El consejo debe utilizar la junta general de accionistas para motivar la participación de los inversores</li> <li>El presidente debe organizar la asistencia de todos los consejeros a la junta general</li> </ul>
3. Consejo de administración				<ul style="list-style-type: none"> <li>Informar de cambios de monista y dualista, y aplicación del código</li> </ul>	

Cuadro 10 : Recomendaciones de otros códigos no recogidos en el español (cont.)

Apartados	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido
3.1. Competencias	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Limita actuación ante OPA</li> <li>• Responsables por daños</li> <li>• Establece cooperación entre los dos consejos</li> <li>• Responsabilidad por daños y perjuicios cuando no hay cuidado y diligencia profesional</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evaluaciones de cada consejo</li> <li>• Evaluaciones formales del consejo, mínimo cada 3 años</li> <li>• Informar a accionistas sobre los resultados de las evaluaciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Publicar en Web condiciones de <i>whistleblowers</i></li> <li>• <i>Supervisory Board</i> involucrase en caso de OPA</li> <li>• Supervisión de conflictos de intereses del <i>Management Board</i></li> <li>• Evaluación anual del consejo y sus consejeros</li> <li>• <i>Supervisory Board</i>: diseñar un plan de sucesión de consejeros y publicarlo en la página web</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Establecer frecuencia, al menos trimestral, de que las comisiones informen</li> <li>• Evaluar a la sociedad vs. objetivos</li> <li>• Establecer criterios para identificar operaciones que debe aprobar el consejo</li> <li>• Evaluar su composición y consejeros individualmente e informar a accionistas</li> <li>• Reunión, al menos anual, de consejeros independientes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Publicar asistencia de cada consejero al consejo y comisiones</li> <li>• Contratar un seguro</li> <li>• No concentración de poderes en una sola persona.</li> <li>• Establecer y acordar la no concentración de poderes del presidente</li> <li>• Consejeros no ejecutivos tendrán papel importante en nombramiento y cese de los consejeros ejecutivos</li> <li>• Evaluación del presidente por consejeros no ejecutivos</li> <li>• Evaluaciones formales y rigurosas, del consejo, comisiones y cada consejero. Cada tres años por un externo</li> <li>• Revisar sistemas de gestión de riesgos y control interno</li> </ul>

Cuadro 10 : Recomendaciones de otros códigos no recogidos en el español (cont.)

Apartados	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido
3.2. Estructura / Composición / Tamaño	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Supervisory Board</i> deberá fijar objetivos sobre su composición (conocimientos, habilidades, experiencia, edad límite, diversidad, etc) y se publicará en IAGC así como su grado de seguimiento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transparencia entre el equipo gestor y los consejeros</li> <li>• Objetivo: 40% de mujeres</li> <li>• Consejeros independientes entre 1/3 y el 50%</li> <li>• Análisis anual de su composición, y su presentación a accionistas</li> <li>• Representante de accionista significativo puede ser consejero independiente si no toma control de la sociedad</li> <li>• Los consejeros deben poseer un número importante de acciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los miembros del <i>Supervisory Board</i> deben ser independientes, a excepción de uno como máximo</li> <li>• Se puede ser consejero independiente con participación &lt;10%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evitar concentración de funciones en una sola persona</li> <li>• Informar sobre razones para delegar en presidente</li> <li>• Una cesión temporal de poderes ejecutivos no califica a un consejero como ejecutivo</li> <li>• Consejero independiente coordinador a solicitud del resto de independientes</li> <li>• Al menos 2 independientes</li> <li>• No independiente: si ha sido consejero 9 años de los últimos 12, o si recibido <i>stock options</i> o similar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consejero independiente coordinador, entre otras, para comunicar con accionistas</li> <li>• Su composición debe tener equilibrio en habilidades, experiencia, independencia y conocimiento de la sociedad</li> <li>• No independiente: si ha sido consejero 9 años, o si recibido <i>stock options</i> o similar</li> <li>• Al menos la mitad del consejo, excluyendo al presidente, deben ser consejeros independientes</li> </ul>

Cuadro 10 : Recomendaciones de otros códigos no recogidos en el español (cont.)

Apartados	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido
3.3. Presidente		<ul style="list-style-type: none"> <li>El consejo decide sobre segregación de funciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Evaluará el desempeño, al menos anualmente, de los consejeros</li> <li>Vigilará que los consejeros siguen los programas de formación</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Asegurar relaciones entre consejeros ejecutivos y no ejecutivos, así como con los accionistas</li> <li>Mantendrá reuniones, entre otras, sólo con consejeros no ejecutivos</li> </ul>
3.4. Secretario					<ul style="list-style-type: none"> <li>Garantiza el flujo de información en el consejo</li> <li>y sus comisiones y con la alta dirección y consejeros no ejecutivos</li> </ul>
3.5. Nombramientos	<ul style="list-style-type: none"> <li>En nombramientos de consejeros del <i>Management Board</i> y de altos directivos tendrán en cuenta diversidad, en particular la de género</li> <li>Plazo de nombramiento no debería ser superior a 5 años</li> <li>En propuesta de nombramientos desglosar los vínculos existentes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Consejo nombra consejeros ejecutivos</li> <li>El consejo nombra y cesa al presidente</li> <li>Representantes de trabajadores pueden nombrar a consejeros cuando posean &gt;3%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los consejeros del <i>Management Board</i> serán nombrados por cuatro años, pudiendo ser reelegido por plazos no superiores a cuatro años</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>No se cruzará nombramiento de consejero con otra sociedad cuando son primeros ejecutivos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Procedimiento formal de nombramientos</li> <li>Selección y nombramiento por méritos, con criterios objetivos y en beneficio de la diversidad del consejo</li> <li>Reelección de consejeros, al menos cada 3 años y sujeta al desempeño</li> </ul>

Cuadro 10 : Recomendaciones de otros códigos no recogidos en el español (cont.)

	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido
3.6. Rotación / Dedicación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se debe fijar edad máxima</li> <li>• No ocupar más de 3 consejos de otras cotizadas</li> <li>• Cesar cuando hay conflictos de intereses importantes y duraderos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mandatos máximos de 4 años</li> <li>• No deben ser consejeros de más de 4 sociedades cotizadas</li> <li>• Estricto deber de confidencialidad y discreción</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nombramientos por plazo de 4 años para consejeros del <i>Management Board</i></li> <li>• Consejo del <i>Management Board</i> no ocupara en otras cotizadas más de dos puestos <i>Supervisory Board</i>.</li> <li>• Un consejero del <i>Supervisory Board</i> podrá formar parte como máximo de cinco <i>Supervisory Boards</i> de sociedades cotizadas</li> <li>• Limita a 3 mandatos de cuatro años máximo para consejeros del <i>Supervisory Board</i></li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mandatos de consejeros no ejecutivos superiores a 6 años sujetos a revisión</li> <li>• Limitaciones de consejero ejecutivo a tiempo completo: no ser consejero no ejecutivo en más de una sociedad del FTSE 100 ni presidente de dichas sociedades</li> </ul>
3.7. Formación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La deben realizar los consejeros por su cuenta, apoyados por la sociedad</li> </ul>				<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los consejeros deben actualizar sus conocimientos, coordinado por presidente</li> </ul>



Cuadro 10 : Recomendaciones de otros códigos no recogidos en el español (cont.)

Apartados	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido
4. Comisiones			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Como máximo uno de sus miembros no será independiente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se permiten de 2 miembros, pero independientes.</li> <li>• Se publicarán sus actividades y la participación de cada miembro</li> <li>• No se crearán cuando concurran determinadas circunstancias</li> <li>• Publicación de las razones por las que no se crean</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Su composición debe tener equilibrio en habilidades, experiencia, independencia y conocimiento de la sociedad</li> <li>• No podrá asistir nadie ajeno sin invitación</li> </ul>
4.1 Comité de Auditoría	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Su presidente no puede ser el presidente del <i>Supervisory Board</i></li> <li>• Su presidente no puede haber sido ejecutivo en los dos últimos años</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Establece límites para nombrar miembros de sociedades con los que se cruzan consejeros</li> <li>• El presidente del comité nombrará al secretario</li> <li>• Todos los miembros tendrán conocimientos financieros</li> <li>• Al menos 2/3 deben ser consejeros independientes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Supervisará la política fiscal y financiación de la sociedad</li> <li>• Su presidente no puede ser el presidente del <i>Supervisory Board</i> ni miembro del <i>Management Board</i></li> <li>• Cada 4 años se evaluará la función de la auditoría externa y se presentará a la junta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Intercambiar información con el comité de control y riesgos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En sociedades pequeñas, el presidente de la sociedad debe ser miembro del comité,</li> <li>• Si no hay auditoría interna, valorar anualmente su necesidad</li> <li>• Concurso de auditor externo cada 10 años</li> <li>• Detallar el trabajo realizado por el comité en el informe anual</li> </ul>

Cuadro 10 : Recomendaciones de otros códigos no recogidos en el español (cont.)

Apartados	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido
4.2. Comisiones de Nombramientos y Retribuciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>Su presidente debería ser el presidente del <i>Supervisory Board</i></li> <li>C. de Nombramientos del <i>Supervisory Board</i> formado por representantes de accionistas exclusivamente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debe diseñar procedimiento para el reemplazo de los consejeros ejecutivos</li> <li>Los consejeros ejecutivos asistirán a las sesiones en que se establezcan políticas remuneraciones de directivos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Su presidente no puede ser el presidente del <i>Supervisory Board</i> ni miembro del <i>Management Board</i></li> <li>No más de uno de sus miembros puede pertenecer al <i>Management Board</i> de otra sociedad cotizada</li> <li>Si el comité emplea consultores, deberá asegurarse de que no han prestado servicio a los miembros del <i>Management Board</i></li> <li>Evaluación periódica de los consejeros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Elaborar un plan para la sucesión de los consejeros ejecutivo y publicarlo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Publicará procedimiento de nombramientos, y si se utiliza consultores externos y vínculos con éstos</li> </ul>
4.3. Otras Comisiones					<ul style="list-style-type: none"> <li>Comité de control y riesgos para la que se define composición y funciones. Habrá un consejero responsable de dicho comité</li> </ul>

Cuadro 10 : Recomendaciones de otros códigos no recogidos en el español (cont.)

Apartados	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido
5. Relaciones con accionistas		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los consejeros deben asistir a las juntas de accionistas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los consejeros deben explicar motivos por los que no se sigan los principios del código</li> <li>• Se debe definir una política sobre contactos bilaterales con los accionistas y publicarla en la página web</li> <li>• Se recomienda que los accionistas establezcan diálogos con la sociedad y el resto de accionistas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El consejo debe incentivar la participación en juntas</li> <li>• El consejo debe esforzarse en mejorar el diálogo y debe asegurarse de que exista un responsable de mantener las relaciones con los accionistas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debe existir un diálogo con los accionistas basado en el mutuo entendimiento de los objetivos</li> <li>• Principales contactos con los accionistas; primer ejecutivo y director financiero</li> <li>• Presidente debe tratar la estrategia y gobernanza con los accionistas significativos</li> </ul>
6. Otras recomendaciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>• IAGC en Web 5 años</li> <li>• Todas las publicaciones en web también en inglés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rigurosa política de comunicación con los analistas y el mercado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para las sociedades con un solo consejo (monistas); presidente no debe ser ni haber sido consejero ejecutivo; y la mayoría de los consejeros deben ser independientes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Publicar resultados de la evaluación anual sobre la independencia de sus consejeros independientes</li> <li>• La auditoría interna debe confiarse a una persona externa a la sociedad</li> <li>• Información de intereses del auditor externo sobre operaciones</li> </ul>	

Fuente: códigos de Gobierno Corporativo de los citados países

## 4. PRINCIPALES TENDENCIAS EN MATERIA DE RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO

Una vez descrito, a grandes rasgos, el mapa de las recomendaciones de buen gobierno en Iberoamérica, cabe preguntarse por las tendencias identificadas en materia de recomendaciones de buen gobierno.

### 4.1. El desarrollo del Gobierno Corporativo y la proliferación de recomendaciones

La más relevante y clara de las tendencias identificadas consiste en el desarrollo del Gobierno Corporativo de los países iberoamericanos y el auge de los códigos de recomendaciones de buen gobierno, muy vinculados al crecimiento de los mercados de capitales de las distintas jurisdicciones. Prácticamente todos los países analizados con mercados de capitales con un tamaño significativo cuentan con códigos de recomendaciones de buen gobierno aplicables a sociedades cotizadas.

Como ilustra la siguiente tabla, los países con un mayor número de sociedades cotizadas en sus respectivas bolsas (Brasil —353 sociedades cotizadas<sup>63</sup>—, España —150 sociedades cotizadas<sup>64</sup>—, México —142 sociedades cotizadas—, Colombia —77 sociedades cotizadas—, Chile —59<sup>65</sup> sociedades—, Perú<sup>66</sup> y Portugal —49 sociedades<sup>67</sup>—) y con mercados de capitales más desarrollados son precisamente aquellos que disponen de códigos de recomendaciones de buen gobierno con un mayor grado de desarrollo, cuyo cumplimiento es mayoritariamente obligatorio:

---

**63.** Salvo cuando se indica lo contrario, el número de sociedades cotizadas en este párrafo reflejan las cifras publicadas por el Banco Mundial, referidas a 2013 (<http://datos.bancomundial.org/indicador>).

**64.** Datos publicados por la Revista de Bolsas y Mercados Españoles ([www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)), a junio de 2014: sólo incluye mercado continuo y mercado alternativo bursátil (MAB) expansión.

**65.** Sólo se consideran aquellas sociedades que tienen un porcentaje superior al 50% de su capital social cotizando en la Bolsa Electrónica de Chile —existe un gran número de sociedades con un porcentaje de entre el 5% y el 1% del capital que cotiza en la Bolsa Electrónica de Chile—, según la información facilitada en [www.bolchile.cl](http://www.bolchile.cl).

**66.** Según la información disponible en el Banco Mundial, en 2012, Perú contaba con 212 sociedades admitidas a cotización, aunque no es posible determinar cuáles de estas sociedades cotizaban efectivamente a esa fecha, y cuáles estaban admitidas a cotización si bien, en la práctica, sus valores no fueron objeto de compra y venta durante el citado ejercicio.

**67.** Datos publicados por la Bolsa de Lisboa a julio de 2014.

Tabla 1<sup>68</sup>

Jurisdicción	Mercado de capitales <sup>69</sup> En miles de millones de dólares	Código de recomendaciones obligatorio para sociedades cotizadas
Argentina	34	Sí
Bolivia	4	No
Brasil	1.229	Cotización por segmentos
Chile	313	Sí
Colombia	262	Sí
Costa Rica	2	No
España	995	Sí
México	525	Las disposiciones del código se convirtieron en ley
Panamá	12	Sí
Perú	96	Si (cuenta además con un índice de sociedades con buen Gobierno Corporativo)
Portugal	65	Sí

Además, existe una tendencia a la proliferación de recomendaciones de buen gobierno: los códigos tienden cada vez más a incluir un número mayor de recomendaciones. Como señaló la OCDE en 1999, "*Las prácticas de Gobierno Corporativo son de naturaleza evolutiva, con mejoras que se realizan sobre otras mejoras y mejores prácticas mientras se desarrollan*<sup>70</sup>": en efecto, en cada modificación o revisión de los códigos de Gobierno Corporativo el número y el ámbito de las recomendaciones se ve incrementado.

**68.** Sólo se reseñan aquellas jurisdicciones con un código de recomendaciones de buen gobierno con respaldo público explícito, descritos en el epígrafe 2 de este capítulo.

**69.** La cifra indicada se corresponde con la capitalización en el mercado de las compañías que cotizan en Bolsa de ese país (US\$ a precios actuales) en 2012, según información publicada por el Banco Mundial, disponible en <http://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.CD>.

**70.** *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*, publicado por la OCDE en 1999.

## 4.2. La proliferación de los códigos de recomendaciones de cumplimiento obligatorios

Tal y como se desprende de la tabla incluida en el apartado anterior, la segunda tendencia identificada en materia de recomendaciones de buen gobierno es la proliferación de los códigos de recomendaciones sobre cuyo cumplimiento las compañías deben informar de forma obligatoria, frente a los sistemas de códigos de adhesión voluntaria.

En efecto, tras comprar la evolución de los países con mercados de capitales con mayor volumen, puede observarse un patrón común: la senda que suele comenzar con la promulgación de un código de recomendaciones de adhesión voluntaria termina desembocando, en la práctica totalidad de los casos, en la promulgación de un código sobre cuyo cumplimiento o incumplimiento los emisores vienen obligados a informar.

Los códigos de adhesión voluntaria plantean una doble opción a los emisores: las sociedades pueden tomar una primera decisión, adherirse al código de recomendaciones o no. Su no adhesión no requiere de ninguna justificación. Si deciden adherirse al código, en la práctica totalidad de antecedentes deben explicar aquellas recomendaciones que incumplen.

Toda vez que la adhesión al código supone un coste burocrático, cabe asumir que las sociedades únicamente se adhieren al mismo en la medida en que los beneficios que obtengan de ello sean superiores al coste que puede suponer su cumplimiento<sup>71</sup>.

El beneficio que las sociedades pueden obtener por adherirse al código depende fundamentalmente de que los inversores perciban la adhesión al código de recomendaciones como un elemento que contribuya a hacer más atractiva su inversión en la sociedad<sup>72</sup>. Como es obvio, ello dependerá en gran parte de si la sociedad, en caso de adherirse al código, va a reportar el cumplimiento de la mayoría o todas las recomendaciones, o por el contrario, de si la adhesión al código pondrá de manifiesto el incumplimiento de sus recomendaciones.

Así, los dos principales motivos por los cuales una sociedad puede decidir no adherirse a un código son: la percepción de que el coste de ello es superior a su valor, o que la adhesión pondría de manifiesto un sistema de Gobierno Corporativo poco acorde con los estándares del código en cuestión.

---

**71.** GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. *Corporate governance and equity prices*. Publicado por la National bureau of economic research, 2001.

**72.** LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (2000). "Investor protection and corporate governance" en *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.

Como puede fácilmente adivinarse, la existencia de estos dos motivos para no adherirse al código impide, a su vez, que los inversores puedan comprar entre las compañías adheridas y la que no (que, por lo menos teóricamente, podrían tener iguales o mejores estándares de Gobierno Corporativo que las adheridas al código).

Esta difícil comparabilidad no hace sino minorar el valor de la adhesión al código, por lo que, al final, como demuestra la experiencia en los países analizados, el sistema termina decayendo a favor de un sistema de códigos de adhesión obligatoria.

### 4.3. La tipología de los mercados de capitales en Iberoamérica y las recomendaciones

Aunque con mayor intensidad en Latinoamérica, la configuración de los mercados de capitales en los países iberoamericanos es similar, predominando las sociedades de capital concentrado<sup>73</sup>.

Esta configuración del capital hace que los problemas de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios sean mucho más probables que los que puedan surgir entre gestores y accionistas<sup>74</sup>, típicos de sociedades con un mayor volumen de capital disperso o *free float*.

Ello, a su vez, debería implicar que los ordenamientos jurídicos tendieran a centrar sus esfuerzos en prevenir los potenciales conflictos que normalmente se producen entre los accionistas de control y los accionistas minoritarios.

Una particular muestra de esta tendencia es el desarrollo en los códigos de Gobierno Corporativo de los países latinoamericanos de las recomendaciones específicamente dirigidas a prevenir los conflictos de interés entre los grupos de compañías, disciplina menos desarrollada en los códigos anglosajones.

Esta común configuración del capital en los países de Iberoamérica debe favorecer el intercambio de experiencias entre los legisladores y los organismos encargados de elaborar en cada jurisdicción los códigos de recomendaciones, existiendo un evidente riesgo de que la importación de prácticas anglosajonas —centradas en los problemas de agencia entre los accionistas y el equipo gestor, propias de los mercados de capitales estadounidenses y británico— en materia de recomendaciones de buen gobierno pueda resultar ineficaz a estos efectos.

---

**73.** Ver, en esta misma obra, el capítulo “El mercado de control societario en Iberoamérica”.

**74.** KRAAKMAN, R., DAVIES, P. y otros, *The Anatomy of Corporate Law – A comparative and functional approach*. Oxford University Press. 2004. Páginas 21 y siguientes.

#### 4.4. Las recomendaciones de buen gobierno en Iberoamérica. ¿Un mecanismo de desarrollo legal?

Apuntado el hecho de que la totalidad de las jurisdicciones iberoamericanas con mercados de capitales más desarrollados cuentan con códigos con recomendaciones de buen gobierno, cuyo contenido va incrementándose a medida que dicho desarrollo se produce, cabe preguntarse si existe un común denominador que explique cómo coexisten en los distintos ordenamientos las recomendaciones de buen gobierno (*soft law*) y la regulación (*hard law*).

Al tratarse de mercados de capitales con un grado de desarrollo muy dispar, no es posible señalar una línea común que divida entre materias que son objeto de regulación legal y entre materias objeto de regulación mediante recomendaciones de buen gobierno.

Sí existe un fenómeno común a todos los ordenamientos: en la práctica totalidad de los casos, las recomendaciones que desaparecen de los códigos lo hacen para pasar a formar del derecho positivo.

En este sentido, en los países Iberoamericanos existe una cierta tendencia en la "positivización" de las recomendaciones cuando, con el paso del tiempo, alcanzan un cierto grado de consenso en el mercado, muy vinculado con un cierto sentido la "provisionalidad" de las recomendaciones contenido en algunos de los códigos de recomendaciones, en el sentido de que los postulados se introducen provisionalmente en forma de recomendación para, con el tiempo, una vez asentados entre los emisores, pasar a formar parte del ordenamiento jurídico, convirtiéndose en *hard law*.

Este fenómeno se muestra con mayor claridad en los mercados emergentes, que introducen en forma de recomendaciones medidas que en ordenamientos como el español o el portugués nunca fueron tales, sino que entraron directamente al ordenamiento jurídico.

En este sentido, las recomendaciones de buen gobierno funcionarían como un novedoso mecanismo para promover el desarrollo de los sistemas jurídicos de forma no traumática para los operadores jurídicos.



Anexo. Tabla comparativa de códigos de recomendaciones nacionales<sup>75</sup>

Jurisdicción	Nº Recoms.	Relativas a sociedades del grupo o vinculadas (%)	Relativas al órgano de administración (excluidas remuneración) (%)	Relativas a auditoría y control de riesgos (%)	Relativas a transparencia e información a los mercados (%)	Relativas a los derechos de los accionistas y el funcionamiento de la junta (%)	Relativas específicamente a la remuneración de los administradores (%)
Argentina	35	9%	20%	14%	11%	17%	11%
Bolivia	23	0%	26%	0%	17%	52%	4%
Chile	19	0%	37%	21%	16%	16%	11%
Colombia	148	9%	39%	17%	9%	21%	5%
Costa Rica	20	0%	80%	0%	10%	0%	10%

Anexo. Tabla comparativa de códigos de recomendaciones nacionales<sup>75</sup>

Jurisdicción	Nº Recoms.	Relativas a relaciones con sociedades del grupo o vinculadas (%)	Relativas al órgano de administración (excluidas remuneración) (%)	Relativas a auditoría y control de riesgos (%)	Relativas a transparencia e información a los mercados (%)	Relativas a los derechos de los accionistas y el funcionamiento de la junta (%)	Relativas específicamente a la remuneración de los administradores (%)
España	53	2%	68%	9%	0%	9%	11%
México	51	4%	47%	18%	10%	12%	10%
Panamá	24	0%	46%	21%	0%	17%	17%
Perú	31	3%	26%	10%	13%	45%	3%
Portugal	35	6%	43%	9%	6%	14%	23%

**75.** Sólo se reseñan aquellas jurisdicciones con un código de recomendaciones de buen gobierno con respaldo público explícito, descritos en el apartado 2.3 de este capítulo.