

CAPÍTULO 7

Información y Gobierno Corporativo

Fernando Vives
Abogado. Garrigues

Javier Ybáñez
Abogado. Garrigues

1. INTRODUCCIÓN
 - 1.1. La cuestión de la información asimétrica
 - 1.2. El *White paper* sobre Gobierno Corporativo en América Latina
2. INSTRUMENTOS DE INFORMACIÓN
 - 2.1. Los registros públicos tradicionales
 - 2.2. Los órganos supervisores de las sociedades cotizadas
 - 2.3. Las sociedades como fuente de información: la página web corporativa
 - 2.4. Nuevos instrumentos de información
3. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN
 - 3.1. Las obligaciones de información en las salidas a bolsa y en las sucesivas ampliaciones de capital
 - 3.2. Obligaciones de información puntual: los hechos relevantes o de importancia
 - 3.3. Referencia a la información financiera recurrente
 - 3.4. Obligaciones de información recurrentes en materia de Gobierno Corporativo: el informe anual de Gobierno Corporativo
 - 3.5. La información sobre la distribución accionarial: las participaciones significativas
 - 3.6. Información sobre los pactos parasociales
 - 3.7. Información sobre los conflictos de interés
 - 3.8. Obligaciones de información en materia de remuneración de administradores

■ 1. INTRODUCCIÓN

1.1. La cuestión de la información asimétrica

La importancia de la información en los mercados de capitales es una cuestión sobre la que ya nadie duda: a modo de ejemplo, los economistas, Joseph Stiglitz, George Akerlof y Michael Spence ganaron en 2001 el Premio Nobel de Economía por sus análisis de los mercados con información asimétrica¹.

Uno de los temas recurrentes entre los estudiosos de la economía es la innegable relación entre la falta de información, o un acceso pobre o desigual a la misma por parte de los agentes que participan en los mercados de capitales, con su nivel de desarrollo.

En el derecho de sociedades, la teoría clásica de los problemas de agencia² se basa, también, en parte, en la cuestión de la información asimétrica, y sus efectos en la gestión de las compañías mercantiles: el equipo gestor posee mejor información sobre la sociedad que sus accionistas, sus acreedores y los demás grupos de interés. Ese desigual acceso a la información hace que el funcionamiento de los agentes pierda eficacia, incrementándose los denominados costes de agencia, reduciéndose el beneficio generado por las sociedades³.

A medida que el tamaño de la sociedad se incrementa, la mayor complejidad del funcionamiento de la compañía hace que la distancia informativa entre el equipo gestor y los demás sujetos tienda a incrementarse. En sociedades cotizadas suele ser donde el problema se manifiesta con mayor inclemencia.

En sociedades con un alto grado de concentración accionarial, como es el caso de los países latinoamericanos⁴, los accionistas de control suelen tener un acceso privilegiado a los gestores y, por ende, a la información sobre la compañía. En este sentido, en las sociedades cotizadas latinoamericanas, el problema de la información asimétrica se plantea en dos frentes distintos, aunque íntimamente relacionados.

1. The Selected Works of Joseph E. Stiglitz, Volume One: Information and Economic Analysis, Oxford University Press. 2009.

2. JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. Springer Netherlands, 1979.

3. Wei, W., & Gaofeng, J. (2004). *Information Disclosure, Transparency and the Cost of Capital* [J]. *Economic Research Journal*, 7, 107-114.

4. Ver el capítulo 11 de este Estudio y las conclusiones allí expuestas al respecto.

En un primer frente, de forma similar a las jurisdicciones anglosajonas, el equipo gestor, por un lado, y el resto de agentes, por el otro: principalmente frente a los accionistas minoritarios y los acreedores de la sociedad.

En un segundo frente, entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios. En este sentido, el distinto acceso a la información sobre las sociedades de unos y otros es fuente de un conflicto constante y permanente.

Como veremos en las páginas que siguen, es ese acceso asimétrico a la información el que pretenden solucionar o mitigar, con distinta fortuna, las distintas herramientas de información en materia de Gobierno Corporativo.

El problema, sin embargo, es más complejo todavía: a la tensión informativa entre los distintos agentes que participan en una sociedad mercantil, hay que añadir tres aspectos que ciertamente complican la cuestión de la información y el Gobierno Corporativo, convirtiéndolo en un problema poliédrico, difícilmente solucionable desde una sola perspectiva.

El primero de esos tres aspectos, es el coste de generar, difundir y supervisar la información. Las obligaciones de información generan unos costes de funcionamiento que pueden hacer perder competitividad a las empresas y a las economías en su conjunto, perjudicar el beneficio económico de la sociedad y terminando por lesionar el interés de sus accionistas.

Por consiguiente, es necesario conservar un adecuado equilibrio entre las obligaciones de información, su utilidad (es decir, su capacidad para mitigar la situación de información asimétrica y evitar sus efectos adversos en la práctica).

El segundo aspecto a considerar es la calidad de la información: como es obvio, no siempre un mayor volumen de información conlleva que los destinatarios estén mejor informados. En casos extremos, un exceso de información puede por efecto la desinformación de los destinatarios. Por ello, la información debe ser clara, precisa y relevante. Además, la información debe ser completa, veraz y exacta.

Pese a las nuevas tecnologías de la información, que tienden a abaratar los costes de la recopilación y publicación de la información, conseguir ese tipo de información sigue siendo costoso.

Por último, el tercer elemento a tener en cuenta es el del equilibrio entre la información y la transparencia frente a los accionistas, inversores y acreedores, y la defensa de los secretos industriales y la información estratégica frente a los competidores,

sin interés legítimo en conocerla. Este problema se manifiesta, también, con mayor virulencia, en las sociedades cotizadas, en las que la existencia de un mercado de potenciales inversores obliga a informar no sólo a los accionistas, sino también a los potenciales accionistas: a los mercados en general.

1.2. El *White paper* sobre Gobierno Corporativo en América Latina

La cuestión de la información en las sociedades cotizadas fue tratado de forma extensa en el *White paper* sobre Gobierno Corporativo en América Latina⁵.

Según dicho informe, para que el público interesado en la información de las compañías tenga información correcta y oportuna sobre las mismas, es necesario que los informes anuales de las sociedades sean publicados y que su información sea verificada.

Para ello el informe propugna el establecimiento de un marco legal tendente a la eliminación de posibles conflictos de interés a la hora de evaluar la información financiera, a través, por ejemplo, de que el deber de auditar los informes financieros sea llevado a cabo por auditores expertos independientes designados conforme a normas internacionales.

Asimismo, el informe defiende la elaboración de la información financiera conforme a los Estándares de Información Financiera Internacional (NIIF), para que los inversores puedan obtener información clara y precisa conforme a unos criterios aceptados internacionalmente.

El informe insiste en que, para que el mercado funcione de una manera eficiente, es necesario que los posibles inversores tengan información detallada sobre la propiedad efectiva de las sociedades y así poder identificar los posibles conflictos de interés, y su capacidad para poder llegar a influir en la toma de decisiones de la sociedad.

A tal fin, es imperioso que se establezcan leyes mediante las cuales se responsabilice a las sociedades cotizadas a la hora de revelar su estructura accionarial, así como cualquier cambio que se produzca en ella. Además, para poder evitar otros potenciales conflictos de interés, es importante que se establezca una obligación de revelación de operaciones con partes vinculadas de los accionistas mayoritarios y de los miembros del consejo de administración, así como datos relativos a su remuneración.

5. Publicado por la OCDE en 2004. Ver capítulo 3 de este Estudio.

Por último, para que las sociedades cotizadas tengan un nivel de transparencia elevado deberían realizar un informe anual sobre estructura y prácticas de Gobierno Corporativo, informe que correspondería que sea requerido por los organismos supervisores de las sociedades para ser revelados al público y dotar al mercado de información clara, relevante y veraz.

En las páginas que siguen, se analiza la implementación de estos principios en las distintas jurisdicciones iberoamericanas.

■ 2. INSTRUMENTOS DE INFORMACIÓN

Este apartado se centra en describir de forma somera los principales instrumentos o cauces de información existentes en los derechos de sociedades iberoamericanas, en particular en lo referente a las sociedades cotizadas.

2.1. Los registros públicos tradicionales

En la práctica totalidad de los ordenamientos iberoamericanos, el sistema de información legal en materia de sociedades, cotizadas o no, se basa en la existencia de unos registros o cámaras públicas o semi-públicas cuyo objetivo es proporcionar información con eficacia jurídica. Lo característico de estos registros es que la información por ellos publicada suele tener eficacia *erga omnes*, de forma que su ignorancia o desconocimiento no puede ser alegada por los terceros que contraten con la sociedad.

En dichos registros, la información es —por lo menos formalmente— libremente accesible por el público. En ellos se inscriben las sociedades mercantiles (por lo general, teniendo carácter obligatorio su inscripción), y las vicisitudes en la vida de dichas entidades que puedan ser relevantes para aquellos terceros que tengan la intención de contratar con ella (principalmente acreedores) o invertir en su capital (accionistas).

Así, por ejemplo, tanto en España, como en Colombia, Brasil o Perú, su inscripción es de carácter obligatorio, inscribiéndose en todos ellos datos tales como la constitución de la sociedad, el capital social, el nombramiento de los administradores y sus facultades, etc.

Por otro lado, dichos registros, a diferencia de otros instrumentos de información, que luego se verán, suelen llevar a cabo una labor de revisión de carácter jurídico o formal, ya que en ellos, suele ejercerse, en mayor o menor medida, dependiendo de la jurisdicción, un control de la legalidad de los documentos que acceden a la publicidad registral.

A modo de ejemplo, en España, el Registro Mercantil califica la legalidad de las formas extrínsecas de los documentos que se solicite su inscripción, así como la capacidad y legitimación de los que otorguen o suscriban los documentos y la validez de su contenido. En Brasil, al igual que en España, se verifica la autenticidad y legitimidad del firmante, así como el cumplimiento de los requisitos legales referentes a los documentos firmados.

Por el contrario, en Perú, toda vez que los únicos documentos que pueden acceder al registro lo hacen a través de un notario público, son estos últimos quienes certifican su legalidad.

En muchas jurisdicciones (España, Portugal, Perú, Colombia, Brasil), cabe obtener la documentación publicada por estos registros públicos por vía telemática de forma inmediata, mediante el acceso a páginas web. No obstante, no se trata, todavía, de una práctica generalizada.

2.2. Los órganos supervisores de las sociedades cotizadas

Además de los registros o cámaras de comercio públicas, suele existir en las distintas jurisdicciones un instrumento de información adicional, específico para las sociedades cotizadas, que puede ser un organismo público supervisor o el órgano rector de la bolsa de valores en la que aquellas cotizan.

Así, por ejemplo, en España existe la Comisión Nacional del Mercado de Valores; en Colombia, la Superintendencia Financiera de Colombia; en Brasil, la Comissão de Valores Mobiliarios; entre otros.

Con carácter general, dichos organismos supervisores se encargan de la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos, velando por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores. Ello se traduce, fundamentalmente, en una labor de supervisión de la cantidad y calidad de la información que se difunde

Estas instituciones, además de vigilar el funcionamiento de los mercados, y promover medidas que eviten situaciones de información asimétrica en dichos mercados, llevan también a cabo una importante labor como canal de información.

A tal fin, promueven la divulgación de toda información que pueda afectar a los mercados. Información que, en su gran mayoría, es publicado por los propios órganos. Así, en Colombia la divulgación de tal información se la realiza a través del Sistema Integral de

Información del Mercado de Valores y en España a través de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y de su registro, que puede ser consultado físicamente en sus dependencias.

A modo de ejemplo, en la página web de la Comisión Nacional de Valores española, puede accederse a una copia de los hechos relevantes o hechos de importancia publicados por todas las entidades sujetas a supervisión por dicho órgano, incluyendo a las sociedades cotizadas españolas.

El cuadro que sigue contiene una relación de órganos supervisores que publican información sobre las sociedades cotizadas que supervisan (principalmente, información financiera, hechos relevantes, composición de sus órganos de gobierno, otra información de Gobierno Corporativo, etc.).

Jurisdicción	Organismo supervisor	Página web	Publican información sobre las sociedades cotizadas
Argentina	Comisión Nacional de Valores	http://www.cnv.gob.ar/	Sí
Brasil	Comissão de Valores Mobiliários	http://www.cvm.gov.br/	Sí
Chile	Superintendencia de Valores y Seguros	http://www.svs.cl/portal/principal/605/w3-channel.html	Sí
Colombia	Superintendencia Financiera de Colombia	https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf	Sí
Ecuador	Superintendencia de Compañías	http://www.supercias.gob.ec/portal/	Sí
España	Comisión Nacional del Mercado de Valores	https://www.cnmv.es/portal/home.aspx	Sí
México	Comisión Nacional Bancaria y de Valores	http://www.cnbv.gob.mx/Paginas/default.aspx	Sí
Perú	Superintendencia del Mercado de Valores	http://www.smv.gob.pe/	Sí
Portugal	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx	Sí

A diferencia de los registros o cámaras de comercio descritos en el apartado anterior, estos órganos no proporcionan información de carácter jurídico —en el sentido de que

lo publicado carece de ningún tipo de eficacia *erga omnes*—, sino que contienen información principalmente económico-financiera, con potencial impacto en la cotización de la entidad. Consecuentemente, sobre la información publicada, la labor de verificación tiene carácter mucho más limitado.

2.3. Las sociedades como fuente de información: la página web corporativa

El tercer principal instrumento, al que podríamos atribuir el mayor peso dentro del sistema de información de las sociedades cotizadas, desde el punto de vista del Gobierno Corporativo, son las páginas web corporativas.

A partir del año 2000 y del auge de internet, se han ido aprobando en las distintas jurisdicciones iberoamericanas varias normas que recomiendan u obligan a las sociedades cotizadas a disponer de página web.

En Europa, este movimiento comenzó con la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo de fecha 21 de marzo de 2003, con el título de “Modernizar el Derecho de las sociedades y mejorar la gestión empresarial en la Unión Europea-Un plan para progresar”, que acogió las consideraciones del informe de 4 de noviembre de 2002 elaborado por el Grupo de alto nivel de expertos de Derecho societario que presidió Winter.

Dicha Comunicación afirma que la maximización de los beneficios de las tecnologías debe ser una de las razones de la iniciativa modernizadora del Derecho de sociedades, indicando que con su uso en las sociedades, los accionistas y los terceros podrán ejercitar sus derechos con mayor facilidad. Posteriormente, la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, desarrolló dicha comunicación.

En España y Portugal, como consecuencia de la trasposición de dicha directiva, la página web corporativa se ha convertido en uno de los principales ejes de la vida social de las sociedades cotizadas.

El contenido habitual que las sociedades cotizadas deben publicar en sus páginas web corporativas es (a) sus estatutos sociales y normas de Gobierno Corporativo, (b) información financiera, (b) los informes de Gobierno Corporativo y sobre remuneración de administradores, (c) la documentación relativa a la junta general, (d) información sobre la composición del órgano de administración, y (e) los hechos relevantes o de importancia.

En la actualidad, coexisten dos grandes regímenes: en algunas jurisdicciones, la página web corporativa es sólo una recomendación de buen Gobierno Corporativo para las sociedades cotizadas.

En otras —cada vez más— existe una obligación legal de disponer de una página web, aunque el contenido obligatorio dista de ser homogéneo en las distintas jurisdicciones (en Perú, por ejemplo, sólo es obligatorio que incluyan un vínculo a la sección de hechos relevantes o de importancia del órgano supervisor local).

2.4. Nuevos instrumentos de información

Al igual que ha ocurrido con la página web corporativa, a medida en que se desarrollan nuevas formas de comunicación, se extiende también en la práctica su uso como instrumento de información de las sociedades cotizadas.

Es el caso de las redes sociales. Aunque estas no han sido reguladas en ninguna jurisdicción iberoamericana como un instrumento de información de uso obligatorio por parte de las sociedades cotizadas —ni siquiera como un instrumento opcional—, éstas han empezado a darse cuenta de que una adecuada presencia en las redes sociales puede favorecer las relaciones de los accionistas con la sociedad, en línea con las últimas tendencias de Gobierno Corporativo de involucración de los accionistas y los demás grupos de interés (nos referimos al concepto anglosajón de *engagement* o *involvement*).

Así, en un estudio publicado⁶ sobre el uso de las redes sociales por parte de las sociedades del Ibex-35 en 2013 en España, 14 de las sociedades del mencionado índice afirmaban estar presentes en distintas redes sociales para difundir la junta general de accionistas. En particular, casi el 86% usó Twitter; el 71,4%, Facebook; el 28%, LinkedIn, Slideshare, Youtube o Flickr; y el 21%, Google+.

■ 3. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Una vez descritos, de forma somera, los rasgos más característicos de los principales instrumentos cauces o instrumentos de información de las sociedades cotizadas, se analizan a continuación las obligaciones materiales de información, y su relación con el Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas.

6. IX Informe sobre Juntas Generales Ordinarias de Accionistas de empresas del Ibex-35. (2013). 9ª ed. [PDF] Inforpress.es, p.13. Disponible en: <http://www.inforpress.es/wp-content/uploads/2013/11/ix-informe-juntas-generales-de-accionistas-2013.pdf>

3.1. Las obligaciones de información en las salidas a bolsa y en las sucesivas ampliaciones de capital

Con salida a bolsa nos referimos al momento en que una sociedad mercantil se convierte en una sociedad cotizadas, en el sentido de que sus acciones empiecen a cotizar y ser objeto de negociación en un mercado secundario. Ya se trate de una salida a bolsa a través de la venta de acciones preexistentes, o emitidas en una ampliación de capital, se trata de operaciones que presentan un reto fundamental: es necesario facilitar a los potenciales compradores de las acciones de la futura sociedad cotizada el acceso a la información suficiente para que puedan tomar una decisión informada sobre la inversión.

En ese momento, en el de la salida a bolsa, es donde el problema de la información asimétrica se manifiesta con mayor claridad. De un lado, el equipo gestor y los accionistas de control, poseen un conocimiento completo de la sociedad. De otro lado, los potenciales compradores, conocerán únicamente la información que la sociedad decida proporcionarles.

Para atajar dicho conflicto, todas las jurisdicciones con mercados de capitales desarrollados establecen la obligación de cumplir con ciertos requisitos de información, independientemente de que la admisión a cotización requiera una autorización administrativa previa.

Como no puede ser de otra manera, los requisitos concretos varían en cada jurisdicción: por ejemplo, en España se requiere la elaboración de un folleto informativo, mientras que en Colombia y Brasil se requiere que se elabore dos prospectos de información.

Tanto si se trata de uno o de dos folletos, se requiere en los mismos, sustancialmente, la misma información, la cual, a grandes rasgos es la siguiente: (a) información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación; (b) descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con el emisor; (c) información financiera de la sociedad, tales como estados financieros auditados; (d) condiciones generales de la oferta; (e) información sobre la admisión a cotización; (e) motivos de la oferta y el destino de los ingresos y (f) proyecciones del negocio.

En la emisión de nuevas acciones por las sociedades cotizadas, las jurisdicciones establecen requisitos de información similares a las salidas a bolsa.

Aunque la *ratio* es parecida (es necesario facilitar a los potenciales compradores de las acciones de la sociedad cotizada el acceso a la información suficiente para que

puedan tomar una decisión informada sobre la inversión), ya existen acciones sobre esa misma sociedad que cotizan, por lo que parece menos evidente que los potenciales inversores que acudan a una ampliación de capital de una sociedad cotizada merezcan una especial tutela informativa frente a aquellos inversores que decidan adquirir los mismos valores en una compraventa.

La novedad en este apartado viene de aquellos supuestos en los que en cada legislación exime de cumplir con dichos requisitos de información.

Así, por ejemplo, en España no se necesita formular un folleto informativo cuando la oferta va dirigida exclusivamente a inversores cualificados, o cuando la oferta de valores tiene un valor nominal unitario de al menos 100.000 euros, entre otros.

Por su parte, en Colombia, los reglamentos de suscripción de acciones se entenderán autorizados si el número de acciones que se pretende colocar es inferior al 20% de las acciones en circulación o si la colocación se realiza con sujeción al derecho de preferencia.

A diferencia de otras jurisdicciones, en Brasil, solo en el caso de que la oferta sea dirigida exclusivamente a inversores cualificados las obligaciones de información serán menores, pero no se eliminan.

El incumplimiento de estas obligaciones dan lugar al derecho de los accionistas a reclamar una indemnización por los daños y perjuicios causados, y a la imposición de sanciones administrativas a las sociedades cotizadas o a sus administradores.

Estas sanciones pueden ir, dependiendo del país, desde una amonestación hasta una multa elevada, e incluso la cancelación de la inscripción de la sociedad.

3.2. Obligaciones de información puntual: los hechos relevantes o de importancia

Existen distintos hechos o informaciones que por su potencial impacto en el precio de una acción son considerados en algunos ordenamientos jurídicos, como en España y Portugal, como hechos o información relevante.

En el caso particular de España, se considera como información relevante a aquella información que de llegarse a conocer afectaría la voluntad de un inversor a la hora de decidir si adquiere o transmite valores o instrumentos financieros, de tal forma que esa decisión afecte de forma sensible a la cotización de dicho valor o instrumento en un mercado secundario.

Por su parte, en Colombia, se define como información relevante a aquella que teniendo relación con un emisor habría sido tomada en cuenta por un experto prudente y diligente respecto a si decide comprar, vender o conservar los valores del emisor.

A su vez, en Brasil, se establece que hecho relevante es cualquier decisión del accionista controlador, deliberación de la junta general o de los órganos de administración de la sociedad cotizada, o cualquier otro acto o hecho de carácter político-administrativo, técnico, mercantil o económico ocurrido o relacionado a sus negocios que pueda influenciar de modo ponderable bien en el precio de los valores mobiliarios de emisión de la sociedad cotizada o a ellos referenciados, en la decisión de los inversores de comprar, vender o mantener aquellos valores mobiliarios, y/o en la decisión de los inversores de ejercer cualesquiera derechos inherentes a la condición de titular de valores mobiliarios por la sociedad cotizada o a ellos referenciados.

En el documento anexo a este capítulo se recogen las distintas definiciones en las principales jurisdicciones latinoamericanas.

Independientemente de cómo se defina a un hecho relevante, en todos los países se establece que tales hechos relevantes deben ser comunicados al órgano supervisor (que deberá publicarlos), y dependiendo del país al que nos refiramos corresponderá un medio de divulgación al público u otro, ya sea a través de la página web corporativa de la propia sociedad o mediante la publicación de la noticia en un periódico nacional.

En España se establece que la difusión por cualquier medio deberá hacerse de modo simultáneo a la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y también deberá ser publicado por parte de la sociedad en su página web corporativa.

En Colombia la información relevante deberá ser divulgada a través de la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia, inmediatamente se haya producido la situación o una vez el emisor haya tenido conocimiento de esta.

En cambio, en Brasil existen dos opciones de difusión tasadas, de las que habrá como mínimo que cumplir con una, difundiendo la noticia bien a través de un periódico o bien por medio de un portal de noticias con página en internet. Asimismo, las sociedades cotizadas lo deberán comunicar a los mercados donde la sociedad tenga valores cotizados y a la Comissão de Valores Mobiliários.

El incumplimiento de estas obligaciones suele considerarse, por las correspondientes jurisdicciones, como una infracción de especial gravedad, lo cual deriva en la imposición

de sanciones administrativas que podrán variar desde multas hasta la cancelación de los asientos registrales o prohibición temporal de llevar acabo sus actividades, incluso a la separación forzosa de sus administradores.

3.3. Referencia a la información financiera recurrente

Además de la información que las sociedades cotizadas deben proporcionar en momentos temporales puntuales como los descritos hasta ahora, las distintas jurisdicciones iberoamericanas prevén obligaciones reforzadas de información recurrente para las sociedades cotizadas, particularmente en el ámbito financiero.

En este sentido, el principal documento financiero es el informe financiero anual, que suelen incorporar los documentos de contenido estrictamente contable (i.e. balance, cuenta de pérdidas y ganancias, etc.), las notas a los estados financieros, también denominados memorias y/o informes de gestión, y el informe de los auditores de cuentas o de los terceros independientes que hayan verificado dichos documentos.

En todas las jurisdicciones con mercados de capitales desarrollados, es una función del órgano supervisor vigilar la entrega puntual de dicha información, y su publicidad a los mercados.

Además, determinadas jurisdicciones establecen la obligación de elaborar y publicar informes financieros semestrales y/o trimestrales.

3.4. Obligaciones de información recurrentes en materia de Gobierno Corporativo: el informe anual de Gobierno Corporativo

En todas las jurisdicciones principales analizadas, existe la obligación de contar con un informe de Gobierno Corporativo.

En España y Portugal es donde dichos documentos recogen un contenido más amplio. Ello es debido a la normativa comunitaria.

En el año 2006, se modificó la Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad.

Esta directiva introdujo un nuevo artículo 46 bis, que exigió a los emisores cuyos valores hubieran sido admitidos a negociación en un mercado regulado incorporar un informe anual de Gobierno Corporativo en sus informes de gestión.

El informe anual debe contener, como mínimo, una referencia al código de Gobierno Corporativo al que la sociedad esté sujeta y la explicación de las razones por las que, en su caso, no aplica alguna de sus recomendaciones.

En las jurisdicciones europeas, por lo tanto, todas las sociedades cotizadas están obligada a publicar un informe anual de Gobierno Corporativo, en el que informan sobre su estructura de capital, sus órganos de administración, operaciones vinculadas, sistemas de gestión de riesgos y, en particular, sobre el cumplimiento de las recomendaciones de buen Gobierno Corporativo.

Un rápido análisis en el resto de las distintas jurisdicciones iberoamericanas (Brasil, México, Colombia, Chile, Perú, y Argentina) demuestra que, en la práctica, casi en todos los países existe un informe con contenido similar —si bien con un contenido menos homogeneizado—, aunque todos ellos se centran en exponer el grado de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno aplicables en cada jurisdicción⁷.

3.5. La información sobre la distribución accionarial: las participaciones significativas

Como señala el *White paper* sobre Gobierno Corporativo en América Latina, uno de los aspectos clave en materia de información sobre sociedades cotizadas es la publicidad sobre su composición accionarial.

Esta cuestión, en mercados de capitales concentrados como suelen ser los iberoamericanos, reviste de especial importancia.

Las distintas jurisdicciones afrontan esta cuestión señalando un porcentaje a partir del cual una participación en una sociedad cotizada se considera significativa, marcando con ello el hito a partir del cual surge la obligación de informar, normalmente al órgano supervisor.

Como puede verse en el cuadro que figura a continuación, la mayoría de las jurisdicciones, salvo las europeas, definen la participación significativa como el 10% o el 5%.

7. Ver, a este respecto, el capítulo 6 en esta misma obra sobre "*Recomendaciones de Buen Gobierno versus Regulación en Iberoamérica*".

Jurisdicción	Porcentaje que define el concepto de participación significativa
Bolivia	10%
Brasil	5%
Chile	10%
Colombia	20 principales accionistas por tipo de acción (5%)
Costa Rica	10%
Ecuador	10%
El Salvador	10%
España	Los accionistas que poseen un 3%, o 1% si son residentes en un paraíso fiscal, y los accionistas crucen los umbrales del 3%, 5%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 60%, 70%, 75%, 80% y 90%
México	10%
Perú	5%
Portugal	Los titulares de acciones cuando superen el 2%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50%, 2/3 o 90% del capital de la sociedad
Uruguay	10%

Además, en la mayoría de las jurisdicciones se establece una obligación de los administradores de informar sobre porcentajes inferiores, o de cualquier tipo de participación en la sociedad (sin que exista ningún porcentaje mínimo).

3.6. Información sobre los pactos parasociales

Con una evidente vinculación a la información sobre las participaciones significativas, en las jurisdicciones con mercados de capitales más desarrollados se regula con cierto detalle la publicidad de los pactos parasociales.

Cabe señalar que en muchas jurisdicciones donde este concepto no tiene una regulación expresa, su publicidad se aborda mediante su consideración como un hecho relevante o de importancia.

En el cuadro que figura a continuación se describen aquellos países que contienen una regulación sobre la materia:

Jurisdicción	Regulación de los pactos parasociales
Brasil	Deben ser remitidos a la Comissão de Valores Mobiliários, quien los publica.
Colombia	Obligación de las sociedades emisoras de valores de divulgar al mercado los acuerdos entre accionistas inmediatamente éstos sean suscritos a través del Registro Nacional de Valores y Emisores.
España	La celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones o de obligaciones convertibles o canjeables, habrá de ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El documento en el que conste el pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil en el que la sociedad esté inscrita.
Perú	Existe una recomendación de que la sociedad informe sobre los convenios o pactos entre accionistas, incluyendo casos en los que se podría ejercer un control proporcionalmente superior al que deriva de la participación accionaria.
Portugal	Los pactos parasociales que traten aspectos referentes a la adquisición, mantención o reforzamiento de una participación significativa en sociedades abiertas o asegurar o frustrar el éxito de una oferta pública de adquisición deber ser comunicados a la CMVM por cualquiera de las partes contratantes
Uruguay	Se exige que los emisores comuniquen los convenios de sindicación registrados al momento de la inscripción y en forma anual al presentar el informe sobre Gobierno Corporativo.

3.7. Información sobre los conflictos de interés

De acuerdo con el *White paper* sobre Gobierno Corporativo en América Latina, "*La revelación de transacciones con partes relacionadas y los potenciales conflictos de interés en dichas transacciones, también deberían ser mejoradas y apoyadas por mayor información acerca de la propiedad corporativa y estructuras de control*".

En efecto, la información sobre las operaciones vinculadas constituye uno de los problemas que más eficazmente pueden ser solucionados o mitigados mediante la transparencia en la información.

Jurisdicción	Regulación sobre operaciones con partes vinculadas
Argentina	Deber de informar los actos o contratos con partes relacionadas, después de haber sido aprobados por el Directorio, como hecho relevante a través de la Autopista de Información Financiera.
Bolivia	Deber de informar a la Autoridad de Supervisión del sistema financiero (ASFI) por parte de las Sociedades inscritas como emisoras en el Registro del Mercado de Valores, como Hecho Relevante la celebración de contratos, convenios de índole familiar, comercial, contractual o societaria en tanto repercutan significativamente en la actividad de la entidad.
Brasil	Deber de informar a la Comissao de Valores Mobiliários de las relaciones corporativas entre los accionistas en el gráfico recomendado para el Formulario de Referencia de las compañías cotizadas registradas ante la CVM.
Colombia	Se obliga a los intermediarios de valores a que publiquen toda la información relevante respecto a estos temas.
Costa Rica	Se debe incluir como parte del Informe Anual de Gobierno Corporativo, lo relativo a operaciones relevantes con empresas y personas de los grupos vinculados, que impliquen transferencia de recursos u obligaciones.
Ecuador	Los participantes inscritos en el Registro del Mercado de Valores deben remitir a la Superintendencia de Compañías, a través de la ficha registral, una relación de las personas naturales y jurídicas con las cuales se encuentren vinculadas.
El Salvador	Las entidades emisoras de valores, para efecto de su registro en la SSF, y su autorización para realizar oferta pública de valores, deben informar en caso de que existan relaciones empresariales, la denominación de las sociedades relacionadas.
España	Deber de informar en el Informe Anual de Gobierno Corporativo, de las relaciones de índole familiar, comercial, contractual o societaria que existan entre los accionistas significativos, en la medida en que sean conocidas por la sociedad, salvo que sean escasamente relevantes o deriven del giro o tráfico comercial ordinario.
México	Obligación a las emisoras de la divulgación de las características de su composición accionaria y si forman parte de grupos familiares o de parentesco hasta el cuarto grado o que se encuentren relacionados con la emisora.
Perú	Las empresas emisoras en sus documentos informativos, deben señalar en relación de los directores, la plana gerencial o principales funcionarios del emisor, entre otros, el grado de vinculación, existente entre dichas personas, y entre dichas personas y los accionistas principales de la entidad emisora, indicando posteriormente que directores se consideran independientes. Asimismo, se recomienda que la memoria anual que apruebe anualmente el directorio, brinde opiniones u observaciones sobre aspectos significativos para la sociedad y relación entre partes vinculadas.
Portugal	Se deberá incluir en el porcentaje para ser considerado como accionista con participación significativa (lo cual deberá ser informado a la CVM) las acciones que se tengan a través de terceros, las acciones que tengan empresas del grupo, las acciones que tengan terceros con los que se tenga un acuerdo de socios respecto al voto, entre otros.

3.8. Obligaciones de información en materia de remuneración de administradores

La remuneración de los administradores o miembros del consejo de administración de una sociedad ha sido objeto de recomendaciones de buen Gobierno Corporativo al ser un tema controvertido, debido al claro conflicto de interés que se puede apreciar. Este conflicto de interés surge entre los accionistas y los consejeros de las sociedades, en general, y de las sociedades cotizadas, en particular.

Por un lado, los consejeros quieren obtener la máxima retribución posible, y por el otro, los accionistas quieren reducir al mínimo los costes de la sociedad (entre ellos la remuneración de los administradores) con el fin de obtener una mayor rentabilidad.

Es por ello, que con el fin de que los accionistas de las sociedades puedan tener un mayor control sobre la actuación de los administradores y de darle una mayor transparencia a las sociedades, se establece la obligación de realizar un informe de remuneración de los administradores, por parte del propio órgano de gobierno de la sociedad.

La disparidad entre países en este aspecto es significativa. En algunas jurisdicciones, como Perú o Ecuador, la remuneración de los administradores no constituye información pública.

En otras jurisdicciones, como Brasil o Chile, por el contrario, se establece la obligación de realizar un informe de gestión en el que se incluyan todas las remuneraciones que se paguen a los administradores.

En el otro extremo, en determinados países se establece la obligación de realizar un informe detallado, que tendrá el carácter de hecho relevante, por lo que deberá ser remitido al Órgano Supervisor, el cual deberá publicarlo y, teniendo también la propia sociedad deberá publicarlo en su propia página web.

Así, el informe de remuneración tendrá información referente a la política de remuneración del ejercicio en curso; a la política de remuneraciones prevista para años futuros; un resumen de la política de remuneraciones del año anterior y el detalle de las remuneraciones devengadas durante el ejercicio anterior.

Al ser el órgano de administración de la sociedad el encargado de elaborar el informe, será éste el responsable por la elaboración y el contenido del mismo, teniendo que afrontar las sanciones que se puedan derivar de la publicación de información inexacta, tales como multas e inhabilitaciones.

Anexo: Definiciones de Hecho Relevante

Jurisdicción	Definición
Argentina	Todos los hechos o situaciones que, por su importancia, sean aptos para afectar en forma sustancial la colocación de los valores negociables de la emisora o el curso de su negociación de estos valores.
Bolivia	Los hechos relevantes son aquellos sucesos ocurridos en la empresa emisora, en el cual los emisores de valores tienen la obligación de informar a los participantes del mercado a través de SPVS. Un hecho relevante se mide por el grado de influencia que puede ejercer sobre un inversionista sensato para tomar la decisión de invertir o no.
Brasil	Se considera relevante cualquier decisión del accionista controlador, deliberación de la junta general o de los órganos de administración de la sociedad cotizada, o cualquier otro acto o hecho de carácter político-administrativo, técnico, negocial o económico financiero ocurrido o relacionado a sus negocios que pueda influenciar de modo ponderable (i) en el precio de los valores mobiliarios de emisión de la sociedad cotizada o a ellos referenciados, (ii) en la decisión de los inversores de comprar, vender o mantener aquellos valores mobiliarios, y/o (iii) en la decisión de los inversores de ejercer cualesquiera derechos inherentes a la condición de titular de valores mobiliarios por la sociedad cotizada o a ellos referenciados.
Chile	Todo hecho que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión.
Colombia	Toda situación relacionada con el emisor o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores.
Ecuador	Se entenderá por hecho relevante todo aquél que por su importancia afecte a un emisor o a sus empresas vinculadas, de forma tal que influya o pueda influir en la decisión de invertir en valores emitidos por él o que pueda alterar el precio de sus valores en el mercado.
El Salvador	Todo hecho o información esencial respecto de los emisores que pueda afectar positiva o negativamente, en forma significativa a su situación jurídica, económica y financiera o la posición de la sociedad o de sus valores en el mercado.
España	Toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.

Anexo: Definiciones de Hecho Relevante (cont.)

Jurisdicción	Definición
México	Aquellos actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en el precio de un valor.
Perú	Hecho de importancia es cualquier acto, decisión, acuerdo, hecho, negociación en curso o información referida al Emisor, a los valores de éste o a sus negocios que tengan la capacidad de influir significativamente en: (i) la decisión de un inversionista sensato para comprar, vender o conservar un valor; o, (ii) la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.
Portugal	Cualquier información relacionada con los valores emitidos que tenga carácter preciso, que no sea de dominio público, y que si fuera pública sería idónea para influir de manera sensible en el precio de las acciones.