

**LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO  
EN ESPAÑA Y EN EL MUNDO**

**Miguel Díaz Llanes**



## **ÍNDICE**

1. GÉNESIS DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO (7)
  2. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA (8)
  3. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO EN EL MUNDO (43)
  4. PROFESIONALES Y OTROS (59)
  5. PAPEL DE LOS DISTINTOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO (63)
  6. ACUERDOS DE COLABORACIÓN ENTRE LOS ORGANISMOS SUPERVISORES (68)
  7. MEDIDAS EFICIENTES PARA ACOTAR EL DELITO DE INICIADOS (69)
  8. CONCLUSIONES (75)
- BIBLIOGRAFÍA UTILIZADA Y RECOMENDADA (77)



Los Códigos de Buen Gobierno ó Códigos de Buena Conducta, son políticamente correctos, están de moda, todas las empresas se apuntan a ellos, ... ¿Pero sirven para algo?

La realidad nos demuestra su poca utilidad, que no resuelven los problemas que pretenden atajar, ....

¿Por qué será?

Porque son las propias empresas las que los redactan.

Porque no son obligatorios.

Porque no los respalda una ley.

Sea como fuere, el tema es interesante, y a lo largo de las páginas de este libro lo abordaremos desde la óptica nacional e internacional.

Dentro del gobierno de las sociedades cotizadas parece interesante incorporar una serie de reflexiones<sup>1</sup>. En esa línea el que fuera máximo responsable de la CNMV, Juan Fernández-Armesto otorga a los Códigos de Buen Gobierno un papel más activo e impositivo del que pudiera deducirse de su carácter voluntario. Propone que las empresas cotizadas estén obligadas a informar anualmente sobre sus prácticas de gobierno, en base a un modelo estandarizado preparado por la CNMV. Esta información podría formar parte de un nuevo tipo de memoria anual, más amplia, cuya aprobación y publicación eximiría de la necesidad de preparar un folleto para cada emisión.

Para Manuel Olivencia Ruíz, “las sociedades capitalistas no pueden quedar confiadas a la libre voluntad de sus fundadores y administradores; es necesario un marco legal de normas imperativas, ...<sup>2</sup>. Pero apostilla que debe haber un equilibrio entre imperatividad y libertad. En cuanto a la voluntariedad de los códigos de buen gobierno en España, asegura que “no han supuesto desregulación alguna que afecte al sistema de normas imperativas; al contrario, no pocas de sus recomendaciones han inspirado la promulgación de nuevas normas, más heteroregulación, han convertido lo voluntario en obligatorio”. La experiencia internacional recogida por diversos estudios, pone de manifiesto que este tipo de códigos son generalmente de aplicación voluntaria. Así

---

<sup>1</sup> Fernández-Armesto, Juan y Hernández, Francisco. (2000). Conclusiones del seminario de la Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales sobre “El Gobierno de las sociedades cotizadas: Situación actual y reformas pendientes”. 21 de junio de 2000. Páginas 1-3. Madrid.

<sup>2</sup> Olivencia Ruíz, Manuel. ¿Los códigos de buen gobierno en la crisis o la crisis de los códigos de buen gobierno?. Publicado en Unión Nacional de Cooperativas de Crédito. Recogido por Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2012).

Ferruz, Marco y Acero<sup>3</sup> analizan la situación en once demarcaciones y comprueban que en diez de ellas es voluntario, mientras determinados apartados son obligatorios en Estados Unidos (Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003).

En esa línea argumental se impone una reforma legislativa que vaya mas allá de normas blandas como el Código Olivencia. Debería ser urgente y afectaría a la LSA, a LMV, al Reglamento de Bolsa, y a más largo plazo se debería contar con un Código general de las empresas cotizadas.

Como no existe una regulación imperativa, y dudo que haya intención, de la estructura organizativa del gobierno de las empresas cotizadas, los participantes deberían elaborar un código de buenas prácticas con un alto grado de compromiso, exigencia y cumplimiento.

---

<sup>3</sup> Ferruz Agudo, Luis; Marco Sanjuán, Isabel y Acero Fraile, Isabel. “Códigos de buen gobierno: un análisis comparativo. Especial incidencia en el caso español”. Aposta, revista de ciencias sociales. Número 46, julio, agosto y septiembre de 2010. Páginas 19 y ss.

## 1. GÉNESIS DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

El punto de partida de este tipo de códigos<sup>4</sup> se sitúa en el Reino Unido en los años 80 cuando el Banco de Inglaterra impulsó la creación de PRONED para la búsqueda y selección de consejeros no ejecutivos. A principios de los 90 se reabre el debate sobre el gobierno de las sociedades y fruto de este interés es el Informe Cadbury que incluye un informe y un código dirigido a las sociedades cotizadas. Con el tiempo se ha completado con el informe Hampel y el informe Greenbury, refundiéndose en el Supercode. Aunque es voluntario, la bolsa londinense exige presentar un informe muy detallado sobre las reglas de gobierno de las sociedades y por qué no cumplen las recomendaciones del Código.

Francia con sus informes Vienot (el último de 1999), la Bolsa de Milán y la Comisión de Valores de Portugal se han ido sumando a códigos de buen gobierno voluntarios. En enero de 2000 Alemania presentaba el suyo y también la OCDE tiene su propuesta.

También hay normas legales como en Alemania que incide en el control y transparencias de las empresas alemanas, y refuerza la posición de los accionistas. La KonTraG (30 de abril de 1998) refuerza la vigencia del principio de una acción, un voto, prohibiendo la emisión de acciones de voto plural, así como las limitaciones estatutarias al ejercicio del derecho de voto.

Italia aprobaba el 24 de febrero de 1998 un Decreto Legislativo para regular el gobierno de las sociedades cotizadas, la transparencia y la información.

A nivel comunitario la Quinta Directiva, reguladora de los órganos societarios llevaba años bloqueada al no conseguir acuerdo por uno de los modelos de gobierno existente en Europa. Las dos visiones, anglosajona y germana, discrepan en el hecho de concentrar el gobierno y administración, o no.

---

<sup>4</sup> Fernández-Armesto, Juan y Hernández, Francisco. (2000). Conclusiones del seminario de la Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales sobre “El Gobierno de las sociedades cotizadas: Situación actual y reformas pendientes”. 21 de junio de 2000. Páginas 4-6. Madrid.

## 2. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA

En nuestro país se han conocido cuatro Códigos de Buen Gobierno: Olivencia (1998); Aldama (2003), Conthe (Unificado) (2006) y el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015).

### 2.1.- Código Olivencia.-

El 26 de febrero de 1998 veía la luz el primer intento español para conocer el funcionamiento de los consejos de administración y para elaborar un código ético de buen gobierno para las sociedades cotizadas<sup>5</sup>. Es conocido por el Código Olivencia y su constitución responde a un Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de febrero de 1997.

El cometido de la comisión era doble. De una parte debería elaborar “Un informe sobre la problemática de los consejos de administración de las sociedades que apelan a los mercados financieros”. Y de otro elaboraría “un código ético de buen gobierno de asunción voluntaria por estas sociedades”.

Era una respuesta a las demandas del propio mercado que reclamaba, y sigue reclamando, mayores cotas de eficacia, agilidad, responsabilidad y transparencia en el gobierno de las sociedades que apelan a los mercados financieros. El objetivo era que éstas alcanzasen una más elevada credibilidad y una mejor defensa de los intereses de todos los accionistas. Hay que situar este mandato del Consejo de Ministros y las deliberaciones de la comisión en unos momentos de privatizaciones y venta de sociedades públicas, con el consiguiente aumento notable del número de accionistas.

El fondo de la cuestión en cuanto a la reforma estaba en la separación entre propiedad y gestión que lleva inherente el riesgo de conflictos de intereses. A ello hay que añadir la importancia relativa de los pequeños inversores y de los institucionales. También recogía que son “los excesos cometidos por gestores y grupos de control los que han puesto más agudamente de manifiesto la necesidad de evitar o corregir los males padecidos”. Se indicaba en esta parte introductoria del informe la “falta de transparencia y de fluidez en la información, cuando no en la ocultación o en el falseamiento de ésta”. Palabras duras que reflejaban una realidad que exigía cambios inmediatos.

---

<sup>5</sup> Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. “El gobierno de las sociedades cotizadas”. 26 de febrero de 1998. Madrid.

Los miembros se documentaron sobre la existencia y seguimiento de los códigos de buen gobierno que existían en el mundo y sobre el tratamiento doctrinal de las corrientes de reformas enmarcadas en lo que se denomina *Corporate Governance*. Elaboraron y distribuyeron un cuestionario a las empresas cotizadas en el Ibex-35. También mantuvieron intercambios de información con numerosos sectores implicados en la cuestión.

El Gobierno usó la expresión Código Ético, pero la comisión se decantó por Código de Buen Gobierno. Por último amplía la utilidad del código no sólo a las sociedades cotizadas, sino a todo tipo de corporación.

Tras el capítulo I, “Introducción”, el segundo lo dedica al “Informe sobre el Consejo de Administración”. Y como no podía ser de otra forma abre el debate sobre el papel del consejo de administración. Es en teoría el órgano encargado de la gestión, pero en las empresas cotizadas, y por su complejidad en el día a día, está en manos del equipo de dirección bajo la autoridad inmediata del primer ejecutivo. Entonces el consejo de administración -por su funcionamiento discontinuo- no puede desarrollar esa función de gestión.

Pero ello no quiere decir que quede vacío de contenido ni relegado a una función decorativa. Por el contrario y “en este contexto, el consejo de administración debe configurarse básicamente como un instrumento de supervisión y control, dirigido a alinear los planes de quienes gestionan la sociedad con los intereses de quienes aportan los recursos y soportan el riesgo empresarial”.

Bajo esta óptica el consejo debe contar con un núcleo de facultades indelegables que propone la comisión Olivencia:

- Aprobación de las estrategias generales de la sociedad.
- Nombramiento, retribución y, en su caso, destitución de los más altos directivos de la sociedad.
- Control de la actividad de gestión y evaluación de los directivos.
- Identificación de los principales riesgos de la sociedad e implantación y seguimiento de los sistemas de control interno y comunicación con los accionistas, los mercados y la opinión pública.

El código introduce el concepto de ‘creación de valor para el accionista’, aunque incluye una serie de matizaciones como que hay que ser respetuoso con el Derecho, que hay que actuar con buena fe y observar los deberes éticos que razonablemente sean apropiados para los responsables de la dirección de los negocios.

Dentro de la composición del Consejo, y con el objetivo de conseguir efectividad y credibilidad, propone introducir algunas innovaciones. Entre ellas destaca la figura del consejero independiente “cuya misión primordial consiste en hacer valer en el Consejo los intereses del capital flotante”. Los define como aquellos consejeros que no estén vinculados con el equipo de gestión ni con los accionistas de control. Les exige experiencia, competencia y prestigio profesional. Pero existe la duda de si son realmente independientes de quienes procuran su nombramiento. La comisión dice unas líneas más adelante que los nombramientos han de hacerse con prudencia y que “no puede hacerse de espaldas a la estructura de propiedad altamente concentrada que presente nuestro mercado bursátil”. Es una forma velada de reconocer que los consejeros independientes no son independientes.

Introduce junto a los consejeros externos independientes los externos dominicales que están presentes por el hecho de poseer paquetes de acciones suficientes. Y apunta que debe existir un equilibrio entre independientes y dominicales. Pero en ningún momento concreta esa expresión tan etérea. Y complica la situación al asegurar que en las sociedades cotizadas no se puede mantener el principio de la proporcionalidad entre acciones y miembros del consejo de administración.

En cuanto al tamaño del consejo de administración no concreta número. Dice que no debe ser tan pequeño como para que no se dé el debate, ni tan grande que propician la inhibición. Al final propone un límite inferior de 5 y uno superior de 15.

Otro punto que aborda la Comisión Olivencia es la estructura del consejo de administración. En la cúpula sitúa al Presidente del Consejo. Y bajo él la Secretaría del Consejo; las Vocalías del Consejo; la Comisión Ejecutiva; y las Comisiones Delegadas de Control. En este importante momento deja la puerta abierta a una amplia discrecionalidad, hasta llega a decir que “en este punto, conviene indicar que no resulta preciso crear una Comisión Delegada diferente para cada área de responsabilidad, ni menos aún exigir que los consejeros que formen parte de cada una de ellos sea distinto”. En cuanto al funcionamiento del consejo de administración la comisión pretende reforzar dos aspectos: la información de base para las reuniones y la transparencia. Aporta ideas y algunas pautas a la organización de las reuniones del consejo, preparación de las sesiones, desarrollo de las sesiones, las actas del consejo y la evaluación del funcionamiento.

En el apartado de la designación y cese de Consejeros, se muestra partidaria de la creación de una Comisión de nombramientos que se encargue de todo el proceso de designación de los mismos. Le atribuye las funciones de:

- Formular y revisar los criterios que deben seguirse para la composición del consejo de administración y la selección de candidatos.

- Elevar al consejo las propuestas de nombramiento de consejeros para que éste proceda directamente a designarlos (cooptación) o las haga suyas para someterlas a la decisión de la junta de accionistas.

- Proponer al consejo los miembros que deban formar parte de cada una de las comisiones.

Dedica especial referencia a la selección de consejeros independientes y pide especial cautela con la noción ‘vínculo significativo’ para designar las relaciones de los independientes con el equipo ejecutivo.

También se ocupa de cuestiones relacionadas con la reelección de consejeros y con su cese.

Dentro del funcionamiento del consejo, el informe Olivencia muestra su interés y preocupación por la información y su examen para que los consejeros puedan desarrollar adecuadamente su misión. Incluso plantea la existencia de una intendencia de apoyo, incluido el auxilio de expertos.

Otro punto recogido en el informe es la creación de una Comisión de Retribuciones que se encargaría de cuestiones como la propuesta de un sistema y unas cuantías para las retribuciones anuales de los consejeros; la revisión periódica de los programas de retribución; y velar por la transparencia de las retribuciones. En cuanto al monto de las mismas propone que estén en línea con el mercado, el grado de responsabilidad y el grado de compromiso de los consejeros. Igualmente recomienda alinear con los resultados las retribuciones de los consejeros ejecutivos, así como su revisión periódica. Destacar el espacio que dedica a la transparencia en el sistema y en las retribuciones. Y señala la tradicional opacidad existente en el país y que las “leyes no han contribuido a desterrar”.

Prolijo es el apartado que destina a los deberes de lealtad del consejero. Especifica lo que marca la ley: “Diligencia y lealtad”, al tiempo que se detiene en los conflictos de intereses y el comportamiento ético. Tal es el caso del uso de información no pública o el uso de activos sociales y oportunidades de negocio en beneficio propio. En esa línea propone reforzar el deber de comunicación. También preocupa la extensión de los

deberes fiduciarios a los accionistas significativos. Esto cobra especial importancia en las sociedades cotizadas donde la representación en manos del consejo de gran número de acciones puede desvirtuar el buen gobierno de la compañía.

También es importante el espacio dedicado al consejo de administración y a los accionistas. Señala algunos puntos de especial atención e interés. Por ejemplo las limitaciones de la junta general de accionistas como lugar de debate y decisión. La delegación de votos que puede concentrar en pocas manos la marcha de la junta general. En esa línea de transparencia señala la comunicación de la sociedad con sus accionistas con el objetivo de favorecer la asistencia y la mayor información posible. Sobre los inversores institucionales, les insta a que tengan una mayor participación e implicación con el gobierno de la empresa.

Los tres últimos puntos del apartado destinado al consejo de administración están dedicados a las relaciones con los mercados, con los auditores y con la adopción y publicidad de las reglas de gobierno.

El primer punto lo quiere resolver mediante exigencias en el principio de transparencia y en la publicación de información financiera periódica. En cuanto al segundo ve fundamental reforzar el papel de la comisión de auditoría así como en la independencia real de los auditores, que a veces están “sometidos a presiones que lleguen a relajar sus estándares de conducta”. Dedicar un espacio a las reservas y salvedades.

Respecto a la adopción y publicidad de las reglas de gobierno recuerda la voluntariedad de las mismas y la necesidad y utilidad de que se les dé publicidad y puntualiza “aconsejamos que las sociedades cotizadas informen públicamente sobre dichos sistemas, debiendo asegurarse que la Comisión Delegada de Cumplimiento participe en la elaboración de esta información”.

La segunda parte del trabajo de la Comisión Olivencia fue la elaboración de un Código de Buen Gobierno para las sociedades cotizadas. El mismo se compone de una serie de 4 Consideraciones Generales y de 23 Recomendaciones.

Las primeras recogen las reflexiones sobre los consejos de administración; el destino prioritario de las mismas para las sociedades que cotizan en el mercado; recomendaciones para las compañías de la época (1998), de libre aplicación, relativas y flexibles; y que se basan en criterios de transparencia y responsabilidad de los consejos de administración.

En cuanto a las Recomendaciones las extractamos como sigue:

- a. Que el Consejo asuma expresamente su función general de supervisión, ejerza de forma indelegable sus funciones y establezca un catálogo con las materias reservadas a su conocimiento.
- b. Que el consejo lo integre un número razonable de independientes con prestigio, profesional y desvinculados del equipo directivo y de los accionistas significativos.
- c. Que los consejeros externos (independientes y dominicales) sean mayoría y que su proporción tenga en cuenta la composición accionarial.
- d. Que el consejo lo integren entre 5 y 15 personas.
- e. Que el consejo evite la concentración de poder en una sola persona.
- f. Dar relevancia a la figura del secretario del consejo reforzando su independencia y estabilidad.
- g. Que la comisión ejecutiva mantenga la proporción del consejo.
- h. Que se constituyan comisiones delegadas de control compuestas exclusivamente por consejeros externos en Auditoría, Nombramientos, Retribuciones y Cumplimiento.
- i. Que se adopten medidas para que los consejeros cuenten con antelación con la información necesaria.
- j. Que el consejo se reúna con la periodicidad adecuada, se fomente el debate y se cuide la redacción de las actas y se evalúe, al menos anualmente, la calidad y la eficiencia de sus trabajos.
- k. Que el consejo seleccione y elija a sus miembros de manera formal y transparente.
- l. Que se incluya en la normativa de las sociedades la obligación de los consejeros de dimitir en supuestos que puedan afectar negativamente al funcionamiento del consejo o al crédito y reputación de la sociedad.
- m. Que se establezca una edad límite, que podría ser de 65 años para los consejeros ejecutivos y el presidente y algo más flexible para el resto.
- n. Que se recoja el derecho de todos los consejeros a recibir información y a asesorarse en el ejercicio de sus funciones.
- ñ. Que la política de remuneración sea moderada y esté relacionada con los rendimientos de la sociedad.

o. Que se especifiquen aspectos como la diligencia, la lealtad, los conflictos de intereses, la confidencialidad, la explotación de oportunidades de negocio y el uso de activos sociales.

p. Que se extienda el deber de lealtad a los accionistas significativos y que se establezcan cautelas para las transacciones que se realicen entre éstos y la sociedad.

q. Que se arbitren medidas para la transparencia en la delegación de votos y se potencie la comunicación de la sociedad con sus accionistas, en particular con los inversores institucionales.

r. Que el consejo suministre al mercado información rápida, precisa y fiable.

s. Que la información suministrada se elabore conforme a los principios y prácticas de las cuentas anuales y que antes de ser difundida sea verificada por el comité de auditoría.

t. Que se garantice la independencia de los auditores externos y que se verifique el porcentaje de todos los honorarios abonados en relación a los ingresos totales de la compañía.

u. Que se presenten a la junta general informes de auditoría sin salvedades ni reservas; y cuando no sea posible que se explique el motivo y el alcance de las mismas para la sociedad.

v. Que el consejo incluya en su informe anual sus reglas de gobierno, razonando las que no se ajusten a las recomendaciones de este código (Olivencia).

La valoración que hacemos del Código Olivencia es positiva porque:

A. Fue la primera aproximación en España a la materia.

B. Hace hincapié en el gran problema de la época, la falta de transparencia en la forma de hacer empresa.

C. Recomienda la total implicación y responsabilidad del consejo de administración en la gestión de las compañías.

D. Reduce el número de consejeros a entre 5 y 15 miembros.

E. Recuerda el deber de diligencia y de lealtad de los consejeros.

F. Introduce la figura de los consejeros independientes.

La valoración que hacemos es negativa porque:

A. Se decantó por la expresión “Código de Buen Gobierno” en lugar de la propuesta del Gobierno de Código Ético. Estaba más preocupado por la buena gestión que por la ética de los negocios.

B. Lo dejó en un código voluntario.

- C. No garantizó la independencia de los consejeros independientes.
- D. Habla de que el objetivo principal es crear valor para el accionista.

## **2.2.- Código Aldama.-**

El “Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas”, más conocido como Código Aldama se hacía público el 8 de enero de 2003. El mismo fue un mandato del Consejo de Ministros del 19 de julio de 2002 que pretendía estudiar los criterios y pautas que deberían seguir los operadores del mercado en sus relaciones. El objetivo era aumentar la transparencia y la seguridad en los mercados. Consideraba que la información suministrada por las empresas cotizadas era muy escasa y que los consejeros independientes realmente no lo eran.

Continuaba la senda del Código Olivencia del Imperio de la Ley, la Autorregulación y la Transparencia.

El Código Aldama se estructura en cuatro apartados: Principio de Transparencia y el Deber de Informar; Principio de Seguridad y el Deber de Lealtad, Responsabilidades de los Administradores; Órganos de Gobierno; y Prestadores de Servicios Profesionales. Concluía apostando por el principio de la autorregulación, pero simultáneamente solicitaba un soporte normativo adicional.

El primero, la **Transparencia** se debe concretar en cuatro puntos:

- Se transmite al mercado toda la información relevante para los inversores.
- La información que se transmite es correcta y veraz.
- La información se transmite de forma simétrica y equitativa.
- La información se transmite en tiempo útil.

Si se da lo anterior los participantes en el mercado pueden juzgar correctamente a las sociedades cotizadas y tomar las decisiones oportunas.

Quizás de los cuatro puntos anteriores, tres suelen estar presente en los diferentes códigos de conducta existentes en el mundo. Pero uno, el último punto lo consideramos fundamental. En otros códigos se dice que la información se suministra de forma inmediata o que se hará lo antes posible. Pues ni lo uno ni lo otro asegura la transparencia. Sólo será posible si se transmite en tiempo útil para decidir. Es un matiz que es importante y está orientado a la decisión de invertir o no. Como elementos aclaratorios indica que la información debe ser completa, porque completa equivale a imagen fiel. Por supuesto debe ser correcta. La contabilidad debe servir para informar al

mercado, y no para ocultar o distorsionar la información. Sin duda alguna todos los socios, inversores actuales o potenciales deben recibir la misma información, pues de lo contrario unos tendrían más y/o mejores elementos para decidir que otros.

En el deber de información se plantea el Código Aldama dos cuestiones. Una es el contenido de la información:

- Estructura de la propiedad de la sociedad.
- Estructura de la administración de la sociedad.
- Operaciones vinculadas y operaciones intragrupo.
- Sistemas de control de riesgo.
- Funcionamiento de la junta general.

Como se aprecia es similar al del resto de códigos de conducta que se aplican en el mundo.

La segunda cuestión es el vehículo para hacer pública la información. Plantea dos: Informe Anual de Gobierno Corporativo y la página web de la sociedad. El contenido mínimo de ésta será:

- a. Estatutos sociales.
- b. Reglamentos de la junta general, consejo de administración y otras disposiciones de gobierno corporativo.
- c. Informes trimestrales y anuales de los dos últimos años, así como el informe de los auditores externos.
- d. Composición del consejo y de sus comisiones.
- e. Identificación y participación de los principales accionistas y de los pactos existentes.
- f. Información contenida en las presentaciones hechas a operadores del mercado y a accionistas significativos.
- g. Convocatorias de las juntas generales así como la información contenida en las mismas.
- h. Acuerdos adoptados en la última junta general.
- i. Hechos relevantes.

Lógicamente esta información debe ser como mínimo la suministrada al organismo supervisor, punto que no se especifica en el Informe Aldama. Tampoco recoge la necesidad de que la información se dé también en un idioma o idiomas distintos al español. Por último indicar en este apartado dedicado a la transparencia y a la información que se debe explicar por qué se han tomado las reglas de buen gobierno y

su grado de cumplimiento. No basta con cumplir, hay que explicar lo que se hace en materia de buen gobierno.

El segundo principio hace referencia a la **Seguridad** y el **Deber de Lealtad**. En cuanto al primer punto, persigue que “los inversores han de tener confianza en que el valor producido por la empresa se distribuye correctamente, y los administradores y accionistas de control no obtienen beneficios desproporcionados respecto de su trabajo y participación en el capital”. Por lo que propone la regulación de las situaciones de conflicto de intereses.

Y es en este momento donde entra en escena la responsabilidad de los administradores y sus deberes de lealtad y diligencia. Hasta el Código Aldama, el legislador ha sido bastante permisivo en esta cuestión y la novedad aportada con este código es que se le pide al administrador que cree valor (no sólo el de la cotización bursátil) y que además debe distribuirlo correctamente.

El artículo 127 de la Ley de Sociedades Anónimas dice que los administradores han de proceder como un representante leal. El campo de interpretación para el poder judicial es amplio, pero al final sus resoluciones han sido, por regla general, muy permisivas. Por ello el código Aldama se propone detallar este punto. Y propone que se contemplen, al menos, los siguientes deberes de lealtad de los administradores:

- a. Evitar los conflictos de intereses entre los administradores, o sus familiares más directos, y la sociedad, comunicando en todo caso su existencia, de no ser evitables, al consejo de administración.
- b. No desempeñar cargos en empresas competidoras de la sociedad o de su grupo.
- c. No utilizar, con fines privados, información no pública de la sociedad.
- d. No hacer uso indebido de los activos de la sociedad ni valerse de su posición. El consejo deberá conocer las relaciones económicas de los administradores con la sociedad.
- e. No aprovecharse de las oportunidades del negocio que conozca por su cargo.
- f. Mantener secreto de la información recibida por su cargo, incluso después de su cese.
- g. Abstenerse de intervenir en deliberaciones y votaciones sobre cuestiones que le afecten.
- h. Notificar a la sociedad los cambios significativos en su situación profesional.

- i. Informar a la sociedad de su participación directa, indirecta o de cualquier tipo que tenga en la sociedad.
- j. Informar a la sociedad de todas las reclamaciones judiciales y de cualquier tipo que por su índole pudieran incidir gravemente en la reputación de la sociedad.

Al final propone que esta materia debiera plasmarse en una intervención legislativa clarificadora para definir una política de rigor.

Los deberes de lealtad propone se extiendan a otras personas entre las que señala a los administradores *de facto*, a los altos ejecutivos no consejeros y a los accionistas de control.

Similares consideraciones realiza el código acerca de los deberes de diligencia y asegura que deberían incluir:

- a. Dedicación suficiente a la sociedad para seguir las cuestiones que afecten a la sociedad.
- b. Participar asidua y activamente en los órganos de administración y en sus comisiones.
- c. Oponerse a los acuerdos contrarios a la Ley, a los Estatutos o al interés social y exigir que se deje constancia de sus reservas.
- d. Instar la convocatoria de reuniones del consejo o la inclusión en el orden del día de los puntos que estime convenientes.
- e. Solicitar la información que crea necesaria para sustentar sus deliberaciones. Los miembros del consejo tendrán acceso a toda la información comunicada a dicho órgano.

La experiencia ha demostrado que ni las leyes ni los códigos son suficientes para garantizar el buen gobierno de las compañías, como se podía suponer y presuponer. Por ello el Código Aldama exige además la competencia profesional de los administradores y gestores y un comportamiento ético con miras a largo plazo. Además añade que la sociedad debe llevar actuaciones positivas a todos los agentes involucrados incluyendo a la sociedad en general. A modo de colofón indica que la empresa debe situarse en un marco sostenible en lo económico, social y medioambiental sobre la base de los principios de voluntariedad y transparencia.

El tercer principio del Código Aldama se centra en los **Órganos de Gobierno**. Realiza una serie de indicaciones y recomendaciones en diferentes puntos:

- A. Junta General de Accionistas. Es el órgano que habría que potenciar. Los accionistas antes de la junta general deberían disponer de toda la información referida a las propuestas de acuerdo (que debería colgarse de la página web). Tendría que ser precisa, clara, inteligible y útil, para que el socio pueda decidir. También debería suministrar información sobre los criterios de gobierno corporativo y su cumplimiento. La convocatoria debería hacerse con tiempo suficiente para posibilitar a los accionistas solicitar, recibir y estudiar la información complementaria en relación al orden del día. Igualmente el desarrollo de la Junta debería realizarse de la forma más adecuada según las características de la sociedad. En cuanto a los inversores institucionales deberán dar a conocer su política de inversión y sus decisiones. También se debería posibilitar la inclusión de puntos en el orden del día.
- B. Consejo de Administración. Como virtudes de sus miembros señala la dedicación, la actividad y la responsabilidad. Define una serie de tipos de consejeros: Internos o Ejecutivos, Externos o Dominicales (representan a los accionistas individuales o agrupados), Externos Independientes (sin relación con la sociedad ni de parentesco con otros miembros del consejo o de la alta dirección de la sociedad). La composición del consejo de administración debería tener en cuenta la estructura del capital social y la protección a los accionistas minoritarios.
- C. Comisiones del Consejo de Administración. Se deberían constituir para mejorar la eficacia del consejo y abordar materias relevantes. Además de las que crea conveniente el consejo de administración, el código Aldama propone nombrar las siguientes: Ejecutiva o Delegada; Auditoría y Control (debería tener su propio reglamento de funcionamiento y deberá informar sobre las cuentas anuales; acceder a la auditoría interna; nombramiento y cese y condiciones del auditor externo; y elaboración de un informe anual); Nombramientos y Retribuciones; y Estrategia e Inversiones.
- D. Remuneración del Consejo y la Alta Dirección. Propone se indique en la Memoria Anual las retribuciones por todos los conceptos que reciban los miembros del consejo. Además recomienda que la retribución con acciones u opciones se le haga sólo a los consejeros internos o ejecutivos y que cuando se les retribuya en función de los resultados se tenga en cuenta las salvedades

de los auditores en relación al beneficio de la empresa. No se opone a los blindajes.

- E. Formulación de las cuentas anuales y de los estados intermedios. Antes de que se presenten al consejo de administración para su formulación deberían ser previamente certificadas en cuanto a su exactitud e integridad por el presidente, el consejero delegado y el director financiero. Con ello, con el informe del comité de auditoría y control y las consultas realizadas a los auditores externos, el consejo formularía en términos claros y precisos las cuentas anuales y el informe de gestión. Además el consejo debería seguir la evolución de las cuentas al menos trimestralmente, con los correspondientes informes de la Comisión de Auditoría y la participación del auditor externo.
- F. Gobierno Corporativo. Todas las sociedades deberían dotarse de un conjunto de reglas y criterios de gobierno corporativo, incluyendo como mínimo el reglamento de la junta general y del consejo de administración. Debería elaborar un informe anual que debería inscribirse en el Registro Mercantil, la CNMV y ponerse a disposición de cualquier accionista a través de la página web. Al secretario del consejo de administración se le debería atribuir de forma expresa además la observancia de los principios o criterios de gobierno corporativo de la sociedad.

El cuarto principio del Código Aldama se refiere a los **Prestadores de Servicios Profesionales**. En él incluye a:

- A. Auditores. Además de la normativa que se les aplica, las sociedades deberían especificar los sistemas de control de los contratos ajenos a la propia auditoría de cuentas que realicen estas empresas, así como la necesidad de su aprobación por la Comisión de Auditoría y Control, y el reflejo de las mismas en la memoria anual.
- B. Analistas Financieros y Bancos de Inversión. Se debería regular dichas actividades y el acceso a la profesión que garantice la transparencia e independencia de las opiniones y recomendaciones de los analistas. También realiza una serie de recomendaciones: que la retribución del analista no estuviera vinculada al sentido de la recomendación contenida en dicho análisis; que se informe de la participación de la entidad para la que trabaje el analista en el aseguramiento y/o oferta de valores de la sociedad objeto del informe en los 12 meses anteriores a la publicación del mismo; las

compensaciones que haya recibido en los 12 meses precedentes a la publicación de dicho informe; la vinculación accionarial directa o indirecta, así como la presencia en los órganos de gobierno; la indicación del reparto porcentual de las recomendaciones de sobreponderar, mantener o infraponderar. También recomienda que exista una separación física y de flujo de información entre los departamentos de análisis y de asesoramiento. Tampoco debería existir una revisión del informe previa a su publicación. Igualmente deberían aplicarse restricciones a las posibles operaciones de compraventa del analista respecto de las acciones de la sociedad objeto de su estudio. De igual manera las entidades financieras deberán dotarse de un conjunto de criterios de conducta en relación a los plazos y situaciones durante los cuales no se podrán publicar informes sobre determinadas entidades; las restricciones que deben imponer a las actividades a departamentos sobre determinados valores; las restricciones de compraventa de valores a ciertos profesionales en determinados casos; la no participación del analista financiero en reuniones de la entidad financiera con los órganos de administración de las sociedades analizadas. Los bancos de inversión deberían aprobar y hacer públicos sus propios códigos de conducta.

- C. Agencias de Calificación. Estas instituciones con sus calificaciones precisas y fiables se han convertido en una cuestión de gran importancia para el mercado y de interés para la política económica. Por ello es necesario: identificar aquellas actividades profesionales que puedan vulnerar la independencia del analista; identificar las actividades incompatibles; Imposibilidad de contratación, por parte de las sociedades estudiadas, del analista responsable del informe durante los dos años posteriores a la emisión del mismo; desglosar los honorarios percibidos por todos los conceptos; y establecer un régimen sancionador, en la medida en que sus conductas no estén ya cubiertas por las normas del mercado de valores.

Como colofón el Código Aldama se decanta por la autorregulación de las propias empresas dentro del marco legal existente. Pero a continuación dice que ello “no es óbice para que esta Comisión advierta que, ..., algunas recomendaciones que formula tendrían un más adecuado soporte con una regulación heterónoma que contuviese mandatos cuyo cumplimiento no dependiera sólo de la libre y voluntaria determinación de la empresa afectada”. Entre ellos destaca:

- A. Obligación de dar una explicación razonada de la desviación respecto de las recomendaciones de buen gobierno o de los propios criterios que en esta materia haya adoptado y publicado la sociedad. Igual consideración realiza en materia de información financiera y de gestión.
- B. Definición y régimen de los deberes de lealtad y diligencia que vayan más allá del artículo 127 de la Ley de Sociedades Anónimas (ordenado empresario y representante leal), en especial en los conflictos de intereses.
- C. Obligación de dotarse de un conjunto de disposiciones en materia de gobierno corporativo al menos en lo recogido en el Código Aldama que se ha considerado propio de un Reglamento del Consejo de Administración, así como de un Reglamento de la Junta General, integrando o complementando.
- D. Necesidad de un comportamiento ético por parte de todos los sujetos a los que se refiere el código.

Del Código Aldama hacemos una valoración positiva porque:

- A. Concreta el concepto de Transparencia, introduciendo el aspecto del “tiempo útil”.
- B. Indica cómo hacer pública la información.
- C. Defiende el principio de que hay que buscar la confianza del inversor en los mercados.
- D. Habla de ética y dedicación de los consejeros.
- E. Potencia el papel de la junta de accionistas.
- F. Amplía el tipo de consejeros.
- G. Habla de auditores, analistas y agencias de calificación, y de sus respectivos papeles.

Hacemos una valoración negativa porque:

- A. Propone la autorregulación del sector, aunque simultáneamente pide una normativa adicional.
- B. No abandona como objetivo básico la creación de valor para el accionista.
- C. No garantiza la independencia de los consejeros independientes.

### **2.3.- Código Conthe.-**

El 19 de mayo de 2006 veía la luz la redacción definitiva del Código Unificado de Buen Gobierno<sup>6</sup>. Su génesis hay que situarla en el acuerdo de 29 de julio de 2005 por el que el Gobierno creó un grupo Especial de Trabajo para asesorar a la CNMV en la armonización y actualización de los Informes Olivencia y Aldama sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas, así como para formular las recomendaciones complementarias que juzgara precisas.

En su introducción el documento reconoce una serie de cosas que entendemos muy importantes pero que desvirtúa la utilidad del mismo en determinadas circunstancias. Por ejemplo se hace laxo en las operaciones vinculadas sociedad dominante-filial cotizada, no plantea un número mínimo de reuniones del consejo de administración, elimina la referencia a un vicepresidente independiente, los secretarios pueden ser consejeros, el consejero independiente sí puede ser socio ó las comisiones de auditoria y de retribuciones ya no tienen que estar integradas por una mayoría de independientes.

El mencionado Código se estructura en 3 apartados, 3 apéndices y una serie de recomendaciones complementarias al Gobierno, CNMV e Instituciones Financieras.

Los Principios Básicos inspiradores del Código Unificado de Buen Gobierno son:

- a. Voluntariedad, con sujeción al principio de “cumplir o explicar”.
- b. Definiciones vinculantes para las empresas que sigan el código.
- c. Evaluación por el mercado de las explicaciones dadas por la empresa.
- d. Está dirigido a la generalidad de las sociedades cotizadas con independencia de su tamaño y capitalización.

Las 57 recomendaciones que realiza son inferiores a las 74 del proyecto de este código unificado, aunque por el contrario son más extensas. A continuación las extractamos:

1. Que los estatutos de las sociedades cotizadas no limiten el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista.

2. Cuando coticen empresa matriz y sociedad dependiente ambas deberán precisar públicamente las actividades y relaciones entre ellas y con el resto del grupo, así como los mecanismos previstos para resolver eventuales conflictos.

3. La junta general deberá aprobar la transformación de sociedades cotizadas en compañías holding; la adquisición o enajenación de activos operativos esenciales que

---

<sup>6</sup> “Informe del grupo especial de trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas”, más conocido como Código Unificado de Buen Gobierno, o como Código Conthe, presidente de la CNMV. 19 de mayo de 2006. Madrid.

suponga una modificación efectiva del objeto social; operaciones que equivalgan a la liquidación de la sociedad.

4. Que las propuestas detalladas de los acuerdos a adoptar en la junta se hagan públicas en el momento de la publicación del anuncio de la convocatoria de la mencionada junta.

5. Que en la junta general se voten separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes.

6. Que las sociedades permitan fraccionar el voto para que los intermediarios financieros que actúen por clientes distintos puedan emitir sus votos conforme a las instrucciones de éstos.

7. Que el consejo actúe con unidad de propósito e independencia de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas y busque de forma sostenida el mayor valor económico de la empresa.

8. Que el consejo asuma su misión de aprobar la estrategia de la compañía y la organización de la misma para su puesta en práctica y que supervise y controle a la dirección. (Este punto lo detalla de forma pormenorizada: Plan estratégico, política de inversiones, gobierno corporativo, responsabilidad social corporativa, control de riesgos, política de dividendos, retribuciones, información financiera, adquisiciones, operaciones con accionistas, ...).

9. Que el tamaño del consejo sea el adecuado para que funcione de forma eficaz y participativa (entre 5 y 15 miembros).

10. Que los consejeros externos (dominical o independiente) constituyan una amplia mayoría.

11. Si existiera un consejero externo que no fuera ni dominical ni independiente, la sociedad tiene que explicar tal circunstancia y sus vínculos.

12. La relación entre consejeros dominicales e independientes debe reflejar la proporción accionarial, aunque se puede atenuar para favorecer a los dominicales. El número de independientes debe ser al menos un tercio del total de consejeros.

13. Que el carácter de cada consejero se explique por el consejo ante la junta que debe efectuar o ratificar su nombramiento.

14. Que el consejo explique los motivos de que el número de consejeras sea escaso o nulo.

15. El presidente debe proporcionar a los consejeros información suficiente para los debates y debe promover las deliberaciones.

16. Cuando presidente y primer ejecutivo sean la misma persona, se debe facultar a un consejero independiente para solicitar la convocatoria del consejo.

17. El secretario debe velar para que las actuaciones del consejo se hagan de acuerdo a la letra y al espíritu de la ley, a la normativa de la sociedad, incluido al de este Código Unificado.

18. Que el consejo se reúna las veces necesarias para desarrollar su misión de forma eficaz.

19. Que la falta de asistencia de los consejeros se reduzca al mínimo posible y se recoja en el informe anual de gobierno corporativo.

20. Que se deje constancia en acta de las preocupaciones emitidas por los consejeros y que no hayan sido resueltas en el consejo.

21. Que el consejo evalúe, al menos anualmente, la calidad y eficiencia del consejo y de sus comisiones.

22. Que los consejeros puedan recabar cualquier información necesaria para el desarrollo de sus responsabilidades.

23. Que los consejeros tengan el derecho a recibir de la sociedad el asesoramiento preciso para el desarrollo de sus funciones.

24. Que la sociedad establezca un programa que permita a los consejeros nuevos un conocimiento rápido y suficiente de la empresa.

25. Que las sociedades exijan a sus consejeros el tiempo y el esfuerzo necesarios para el desarrollo de sus funciones.

26. Que el consejo apruebe los nombramientos o reelección de sus miembros a propuesta de la comisión de nombramientos.

27. Que la sociedad informe y tenga actualizada a través de su web la información relativa a sus consejeros: perfil profesional y biografía, otros consejos a los que pertenezca, categoría y vínculo de los consejeros, fecha de sus diferentes nombramientos, y acciones y opciones sobre ellas que tenga.

28. Que los independientes no permanezcan más de 12 años continuados en el consejo.

29. Que los consejeros dominicales vinculen su presencia en el consejo a la del accionista al que representan.

30. Que no se proponga el cese de ningún independiente hasta que no se cumpla el periodo por el que hubiese nombrado, salvo causa justa en sentido contrario.

31. Que las empresas establezcan normas que obliguen a los consejeros a dimitir en los casos en los que sus actuaciones perjudiquen o puedan perjudicar a la reputación de la sociedad.

32. Que los consejeros expresen claramente su opción en aquellos acuerdos que puedan ser contrarios al interés social.

33. Que en caso de dimisión el consejero en cuestión explique por carta al consejo claramente los motivos de la misma.

34. Que la política de retribuciones aprobadas por el consejo se pronuncie sobre: Importe completo y desglosado, conceptos retributivos de carácter variable, estimación de los sistemas de previsión y característica de los contratos de la alta dirección.

35. Que sólo los consejeros ejecutivos tengan remuneración en acciones, opciones y variable.

36. Que los independientes sean retribuidos en base a su dedicación, responsabilidad y cualificación, y se evitará dañar su independencia con remuneraciones excesivas.

37. Que las remuneraciones en función de resultados tengan en cuenta las salvedades de los auditores externos y minoren dichos resultados.

38. Que las retribuciones variables guarden relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios.

39. Que el consejo someta a votación por la junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros.

40. Que la Memoria detalle las retribuciones individuales de cada consejero con el desglose individualizado de las cantidades percibidas en dinero, acciones y por otros conceptos, incluido el variable por rendimiento.

41. Que la composición de las comisiones delegadas sea similar a la de los consejos.

42. Que el consejo tenga siempre información de los temas y los acuerdos de las comisiones delegadas.

43. Que el consejo, además del comité de auditoría, constituya una o dos comisiones separadas de nombramientos y remuneraciones.

44. Que la supervisión de los códigos internos de conducta y de buen gobierno corresponda al comité de auditoría, a la comisión de nombramientos y en su caso a las comisiones de cumplimiento y gobierno corporativo.

45. Que los miembros del comité auditoría se nombren teniendo en cuenta sus conocimientos en contabilidad, auditoría o gestión de riesgos.

46. Que las cotizadas tengan auditoría interna bajo la supervisión del comité de auditoría.

47. Que el responsable de auditoría interna informe al comité de auditoría.

48. Que la política de control y gestión de riesgos identifique: Distintos tipos de riesgos, fije el nivel de riesgo aceptable por la sociedad, las medidas para mitigar los posibles impactos, y los sistemas de información y control interno.

49. El comité de auditoría se encargará de supervisar la información financiera de la sociedad, revisar periódicamente los sistemas de control interno y gestión de riesgos, velar por la eficacia e independencia de la auditoría interna y externa, permitir a los empleados comunicar de forma confidencial cualquier anomalía que detecten, recibir de los auditores externos el plan de auditoría y los resultados de su ejecución, ...

50. Que el comité de auditoría pueda convocar a cualquier empleado o directivo sin presencia de ningún otro directivo.

51. Que el comité de auditoría informe al consejo sobre la información financiera a publicar, la creación o adquisición de participaciones en sociedades ubicadas en paraísos fiscales, las operaciones vinculadas.

52. Que el consejo presente a la junta cuentas sin salvedades ni reservas, y si no fuera posible que explique el contenido y el alcance de las mismas.

53. Que la mayoría de miembros de la comisión de nombramientos sean consejeros independientes.

54. Que corresponda a la comisión de nombramientos -además de lo expuesto en las anteriores recomendaciones- evaluar las competencias de los consejeros; examinar y organizar la sucesión del presidente y del primer ejecutivo, informar de los nombramientos y ceses de altos ejecutivos que el primer ejecutivo proponga al consejo.

55. Que la comisión de nombramientos consulte al presidente y al primer ejecutivo en materias relativas a los consejeros ejecutivos.

56. Que corresponda a la comisión de retribuciones -además de las recogidas en las anteriores recomendaciones- proponer al consejo la política de retribución de los consejeros y altos ejecutivos, la retribución individual de los consejeros ejecutivos y las condiciones de sus contratos, las condiciones básicas de los contratos de los altos directivos, y velar por la observancia de la política retributiva establecida por la sociedad.

57. Que la comisión de retribuciones consulte al presidente y al primer ejecutivo en materias relativas a los consejeros ejecutivos y altos directivos.

El informe del 'Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas' incluye además de una serie de definiciones, un conjunto de recomendaciones complementarias al Gobierno, CNMV e Instituciones Financieras.

Recomienda al Gobierno:

- Racionalizar las obligaciones de información para evitar reiteraciones y duplicaciones.

- Ampliar el plazo máximo de desempeño de la presidencia de los comités de auditoría de las sociedades cotizadas.

- Coordinación entre pequeños accionistas, en defensa del interés social.

- Listado de accionistas y tarjetas de asistencia.

- Cambios normativos para evitar el uso indebido, excesivo o abusivo de la facultad de impugnación de los acuerdos de la junta general.

- Un régimen más severo y eficaz para la responsabilidad de los administradores y la deslealtad.

A la CNMV recomienda:

- Garantías y transparencia en los cambios de auditor.

- El uso de las recomendaciones del Código Unificado.

A las Instituciones Financieras recomienda:

- Que ejerciten el derecho de voto por parte de los inversores institucionales.

- Que transmitan con diligencia a sus comitentes las informaciones y solicitudes de instrucciones de voto relativas a la junta general de accionistas.

Todas estas recomendaciones *a posteriori* muestran que o bien se ha quedado corto, o que ha preferido que otras instancias profundicen en el presente código. Además las críticas que se le han hecho ahondan en el tema de que al final ha quedado un documento muy a gusto de las empresas.

Como es normal tras la aprobación de este Código Unificado, ha recibido múltiples críticas. Intentaremos abstraernos a ello y señalar determinados puntos que pueden ser criticables.

Primero, estamos ante una serie de recomendaciones y no ante una norma de obligado cumplimiento.

Segundo, muchos de sus apartados son poco explícitos.

Tercero, considera que se puede ser independiente con una participación del 5%, lo que supondría en muchas de las compañías de Ibex-35 ser el máximo accionista o estar entre los 5 o 10 máximos accionistas.

Cuarto, ha sido un documento que ha recogido la mayoría de las exigencias y deseos de las propias empresas a las que va dirigido.

Quinto, comparado con los códigos anglosajones es muy suave y se ha quedado corto en casi todos sus puntos.

Respecto al Código Olivencia, que data de 18 años antes, quizás haya perdido la oportunidad de situar al Buen Gobierno español a los niveles de los países más avanzados. Podría haber aprovechado la experiencia foránea para hacer un código puntero a nivel internacional.

Del Código Conthe, o Unificado, hacemos una valoración positiva porque:

- A. Contempla los grupos de empresas.
- B. Pide más información en las convocatorias de asambleas para los accionistas.
- C. Pide igualdad de trato por parte del Consejo hacia los accionistas independientemente del número de acciones que posea.
- D. Pide más claridad y transparencia para las deliberaciones del Consejo.
- E. Pide que las empresas identifique los riesgos y sus posibles repercusiones.

Hacemos una valoración negativa porque:

- A. No ha ido más allá de los códigos Olivencia y Aldama.
- B. No ha aprovechado la experiencia nacional e internacional en la materia.
- C. Sigue sin ser obligatorio.
- D. No garantiza la independencia de los consejeros.

#### **2.4.- Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.-**

El 18 de febrero de 2015 era aprobado por el Consejo de la CNMV el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. En el mismo se tenía en cuenta la Ley 31/2014 de 3 de diciembre por la que se modificaba la Ley de Sociedades de Capital; el grado de seguimiento y la relevancia del Código Unificado (Conthe); y en particular las recomendaciones en materia de gobierno corporativo de la Comisión Europea; así como diversos documentos y propuestas de organismos internacionales y asociaciones; aportaciones doctrinales; y la legislación de los países comparables<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> “Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas”. Aprobado por el Consejo de la CNMV el 18 de febrero de 2015. CNMV. Madrid. Febrero 2015.

Lo primero reseñable es el formato que presenta. Parte de distinguir e identificar una serie de principios, y a continuación expone recomendaciones concretas y específicas referidas a los mismos. Incluye igualmente una serie de recomendaciones referidas a la Responsabilidad Social Corporativa.

La primera, y principal característica de este código es su Voluntariedad, pero unida al principio de “cumplir o explicar”. Si no lo cumple, explicar el motivo. En esto está en línea con la Unión Europea y otros países desarrollados. En concreto ya en 2002, el Grupo de Trabajo de la Unión Europea lo recogía<sup>8</sup>.

De esta forma, el marco actual del gobierno corporativo en España debe valorarse en dos niveles. Uno el que dimana de las normas de obligado cumplimiento como la ley de sociedades de capital y otras disposiciones legales aplicables. Y por otro lado las recomendaciones de buen gobierno contenidas en este código. A este respecto, la Ley de Sociedades de Capital, en su artículo 540 obliga a las sociedades cotizadas españolas a consignar en su informe anual de gobierno corporativo el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones.

La segunda característica es la Evaluación por el Mercado. Corresponderá a los accionistas, inversores y mercado en general valorar las explicaciones al no cumplimiento íntegro de las recomendaciones del código.

La tercera y última característica tiene que ver con su ámbito de aplicación, que se limita a las sociedades cotizadas en un mercado secundario oficial de valores. Entendemos que esto no imposibilita que en un futuro, y a la vista del desarrollo en las sociedades cotizadas, se pueda hacer extensivo al resto de sociedades de capital.

A continuación recogemos los principios y recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas:

Sus **aspectos generales** son:

Principio 1.- Como norma general, deberían evitarse las medidas estatutarias cuya finalidad esencial sea dificultar las posibles OPAs.

Recomendación 1.- Que los estatutos de las sociedades cotizadas no limiten el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista, ni contenga otras restricciones

---

<sup>8</sup> Ferruz Agudo, Luis; Marco Sanjuán, Isabel y Acero Fraile, Isabel. “Códigos de buen gobierno: un análisis comparativo. Especial iniciencia en el caso español”. Aposta, revista de ciencias sociales. Número 46, julio, agosto y septiembre de 2010. Página 20.

que dificulten la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus acciones en el mercado.

Principio 2.- Cuando coticen varias sociedades pertenecientes a un mismo grupo deben establecerse las medidas adecuadas para proteger los legítimos intereses de todas las partes involucradas y solventar los eventuales conflictos de intereses.

Recomendación 2.- Que cuando coticen la sociedad matriz y una sociedad dependiente, ambas definan públicamente con precisión: a. Las respectivas áreas de actividad y eventuales relaciones de negocio entre ellas, así como las de la sociedad dependiente cotizada con las demás empresas del grupo. b. Los mecanismos previstos para resolver los eventuales conflictos de intereses que puedan presentarse.

Principio 3.- Las sociedades deben informar con claridad en la junta general sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno.

Recomendación 3.- Que en la celebración de la junta general ordinaria el presidente informe verbalmente con suficiente detalle de los aspectos más relevantes del gobierno corporativo y en particular a. De los cambios acaecidos desde la anterior junta general ordinaria. b. De los motivos concretos por los que la sociedad no cumple algunas de las recomendaciones del código y, si existieran, de las reglas alternativas que aplique en esa materia.

Principio 4.- Las sociedades cotizadas deben tener una política pública de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto.

Recomendación 4.- Que la sociedad defina y promueva una política de comunicación y contacto con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto que sea plenamente respetuosa con las normas contra el abuso de mercado y dé un trato semejante a los accionistas que se encuentren en la misma posición. Y que la sociedad haga pública dicha política a través de su página web, incluyendo información relativa a la forma en que la misma se ha puesto en práctica e identificando a los interlocutores o responsables de llevarla a cabo.

Principio 5.- Los administradores deben realizar un uso limitado de la facultad delegada de emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente y facilitar adecuada información a los accionistas sobre dicha utilización.

Recomendación 5.- 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 en el momento de la delegación. Y que cuando el consejo de administración

apruebe cualquier emisión de acciones o de valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente, la sociedad publique inmediatamente en su página web los informes sobre dicha exclusión a los que hace referencia la legislación mercantil.

#### **Junta General de Accionistas:**

Principio 6.- La junta general de accionistas debe funcionar bajo principios de transparencia y con información adecuada.

Recomendación 6.- Que las sociedades cotizadas que elaboren los informes los publiquen en su página web con suficiente antelación a la celebración a la junta general ordinaria. a. Informe sobre la independencia del auditor. b. Informe sobre funcionamiento de las comisiones de auditoría y de nombramientos y retribuciones. c. Informe de la comisión de auditoría sobre operaciones vinculadas. Informe sobre política sobre la Responsabilidad Social Corporativa (RSC).

Recomendación 7.- Que la sociedad transmita en directo a través de la página web la celebración de las juntas generales de accionistas.

Recomendación 8.- Que la comisión de auditoría vele porque en el consejo de administración procure presentar las cuentas sin limitaciones ni salvedades; y en casos excepcionales la comisión de auditoría y los auditores expliquen con claridad a los accionistas el contenido y alcance de dichas limitaciones o salvedades.

Principio 7.- La sociedad debe facilitar el ejercicio de los derechos de asistencia y participación en la junta general de accionistas en igualdad de condiciones.

Recomendación 9.- Que la sociedad haga pública en su página web de manera permanente requisitos, procedimientos de acreditación de la titularidad de las acciones, el derecho de asistencia y el ejercicio o delegación del voto. Y que favorezcan la asistencia y el ejercicio de sus derechos y se aplique de forma no discriminatoria.

Recomendación 10.- Que si algún accionista haya ejercitado con antelación completar el orden del día o presentar nuevas propuestas: a. Se difundan de inmediato. b. Que se haga público el modelo de tarjeta de asistencia o delegación de voto para que se pueda votar el nuevo orden del día y propuestas alternativas de acuerdo en los mismos términos que los propuestos por el consejo de administración. c. Que se someta y se aplique las mismas reglas de voto que a las formuladas por el consejo de administración. d. Con posterioridad a la junta general de accionistas, comunique el desglose del voto sobre tales puntos complementarios o propuestas alternativas.

Principio 8.- Las política sobre primas de asistencia a la junta general de accionistas debe ser transparente.

Recomendación 11.- Que, en el caso de que la sociedad tenga previsto pagar prima de asistencia a la junta general de accionistas, establezca con anterioridad, una política general sobre tales primas y que dicha política sea estable.

### **Consejo de Administración:**

Principio 9.- El consejo de administración asumirá, colectiva y unitariamente, la responsabilidad directa sobre la administración social y la supervisión de la dirección de la sociedad, con el propósito común de promover el interés social.

Recomendación 12.- Pide al consejo de administración que dispense a todos los accionistas el mismo trato, que se guíe por el interés social consistente en buscar la rentabilidad y sostenibilidad del negocio a largo plazo, la maximización de su valor económico. Además, les pide respeto a la ley, a la buena fe, la ética y a los legítimos intereses de empleados, proveedores, clientes y demás grupos con los que se relacione la sociedad.

Principio 10.- No recoge un número exacto de miembros para el consejo de administración, sólo apunta que será el suficiente para la participación de todos los consejeros, la agilidad en la toma de decisiones y que se promoverá, en la selección de sus miembros, la diversidad de conocimiento, experiencias y género. Abandona la idea de la igualdad numérica hombre/mujer.

Recomendación 13.- Apunta a que el número aconsejable de miembros del consejo de administración estaría entre 5 y 15.

Recomendación 14.- Recoge requisitos e ideas tales como que la política de selección de los consejeros sea concreta y verificable, basada en el análisis de las necesidades del consejo. Debe incluir un informe justificativo al respecto y que se verifique anualmente. En cuanto a la relación de hombres/mujeres promueve que en el 2020 sea al menos de un 30% de mujeres.

Principio 11.- Propone una mayoría de consejeros no ejecutivos y una adecuada proporción entre dominicales e independientes. Estos últimos deberían ser como mínimo la mitad del total.

Recomendación 15.- Concreta el anterior principio matizando que el número de consejeros ejecutivos sea el mínimo necesario, aunque precisa que se tendrá en cuenta la

complejidad del grupo societario y el porcentaje de participación de los ejecutivos en el capital de la sociedad.

Recomendación 16.- Propone que el porcentaje de dominicales sobre el total de no ejecutivos no sea mayor que la proporción entre el capital de la sociedad representado por dichos consejeros y el resto del capital.

Recomendación 17.- Reafirma que los independientes sean al menos el 50%; pero si la sociedad tiene escaso capital o hay socios que controlen más del 30% los independientes deben ser al menos un tercio del total.

Recomendación 18.- Las sociedades deberán incluir y actualizar en su web el perfil profesional y biográfico de sus consejeros; otros consejos a los que pertenezca; categoría de consejero a la que pertenezca; fecha de su primer nombramiento y posteriores reelecciones; número de acciones y opciones que tengan de la compañía.

Recomendación 19.- El informe anual de gobierno corporativo debe recoger de forma razonada la elección de dominicales a petición de socios que tengan menos del 3% de la sociedad; y por qué no se atiende las propuestas de accionistas cuya participación sea superior a la de otros cuyas propuestas de nombrar dominicales sí fueron atendidas.

Principio 12.- Las causas de separación y dimisión de los consejeros no condicionarán su libertad de criterio, protegerán la reputación y crédito de la sociedad, tendrán en cuenta el cambio de circunstancias sobrevenidas y garantizarán la estabilidad en el cargo de los independientes que mantengan dicha condición y no incumplan sus deberes.

Recomendación 20.- Los consejeros dominicales presentarán su dimisión cuando los accionistas a los que representen transmitan su participación accionarial.

Recomendación 21.- El consejo de administración no propondrá la separación de ningún independiente salvo que concurra justa causa apreciada por el consejo de administración previo informe de la comisión de nombramientos.

Recomendación 22.- El consejo de administración establecerá reglas que obliguen a informar a los consejeros de aquellos supuestos en que puedan perjudicar a la sociedad o estén inmersos en procesos penales. El consejo dará cuenta de todo ello y de las decisiones que tome al respecto en el informe anual de gobierno corporativo.

Recomendación 23.- Los consejeros deben expresar claramente su oposición cuando haya propuestas contrarias al interés social e incluso llegue a dimitir si el consejo tomen decisiones significativas o reiteradas sobre las que hubiera formulado serias reservas; explicando los motivos.

Recomendación 24.- Cuando un consejero cesa de su cargo deberá remitir carta al consejo de forma razonada de los motivos, y se dé cuenta del mismo en el informe anual de gobierno corporativo.

Principio 13.- Los consejeros dedicarán el tiempo necesario para desarrollar eficazmente sus funciones y participarán en los programas de orientación y actualización que organice la sociedad.

Recomendación 25.- La comisión de nombramientos se asegurará que los consejeros no ejecutivos tengan suficiente disponibilidad de tiempo para el correcto desarrollo de sus funciones. Y que el reglamento del consejo establezca el número máximo de consejos de sociedades de los que puedan formar parte sus consejeros.

Principio 14.- El consejo de administración se reunirá con la frecuencia necesaria para el correcto desarrollo de sus funciones de administración y supervisión y con la presencia de todos o una amplia mayoría de sus miembros.

Recomendación 26.- Concreta la frecuencia en al menos ocho veces al año.

Recomendación 27.- Que las inasistencias se reduzcan lo máximo y se cuantifique en el informe anual de gobierno corporativo.

Recomendación 28.- Que cuando los consejeros o el secretario manifiesten su preocupación sobre alguna propuesta o sobre la marcha de la sociedad, se deje constancia en el acta.

Principio 15.- Los consejeros contarán con información suficiente y adecuada para el ejercicio de sus funciones y tendrán derecho a obtener de la sociedad el asesoramiento preciso.

Recomendación 29.- La sociedad establecerá los cauces adecuados para asesorar a su consejeros interna o externamente.

Recomendación 30.- La sociedad ofrecerá a sus consejeros programas de actualización de conocimientos cuando las circunstancias lo aconsejen.

Recomendación 31.- Se recogerá en el orden del día aquellos puntos en los que se tendrá que tomar una decisión, para que los consejeros recaben con carácter previo la información precisa. Si por razones de urgencia el presidente quiere que se apruebe determinado punto no incluido en el orden del día se precisará el consentimiento previo y expreso de la mayoría de los consejeros presentes.

Recomendación 32.- Los consejeros serán periódicamente informados del cambio en el accionariado y de la opinión que los accionistas significativos, inversores y agencias de calificación tengan sobre la sociedad.

Principio 16.- El presidente es el máximo responsable del eficaz funcionamiento del consejo de administración y, en caso de ser también ejecutivo de la sociedad, se ampliarán las competencias del consejero independiente coordinador.

Recomendación 33.- El presidente del consejo de administración además de sus obligaciones legal y estatutarias deberá someter al consejo una programa de fechas y asuntos a tratar, organizar y coordinar la evaluación del consejo y de su primer ejecutivo, ser responsable de la efectividad del funcionamiento del consejo, de que se dedica al mismo el suficiente tiempo a la discusión de las cuestiones estratégicas y acordar y revisar el programa de actualización de conocimientos de los consejeros.

Recomendación 34.- Si existe consejero coordinador deberá (además de las asignadas por los estatutos y el reglamento del consejo) presidir las reuniones en ausencia del presidente y los vicepresidentes, recoger las preocupaciones de los consejeros no ejecutivos, mantener contactos con inversores y accionistas, y coordinar el plan de sucesión del presidente.

Principio 17.- El secretario del consejo de administración facilitará el buen funcionamiento del consejo de administración.

Recomendación 35.- El secretario deberá velar de forma especial para que el consejo de administración tenga presente las recomendaciones de este Código que sean aplicables a la sociedad.

Principio 18.- El consejo evaluará periódicamente su desempeño y el de sus miembros y comisiones, contando con el auxilio de un consultor externo independiente al menos cada tres años.

Recomendación 36.- El consejo deberá anualmente evaluar y adoptar medidas correctivas en materia de calidad y eficiencia en el funcionamiento del consejo; funcionamiento y composición de las comisiones; diversidad y competencias del consejo; desempeño del presidente y del primer ejecutivo, y de cada consejero. Cada tres años se realizará una evaluación externa cuya independencia será verificada por la comisión de nombramientos.

Principio 19.- La comisión ejecutiva tendrá la misma composición que el consejo y tendrá informado a éste puntalmente de las decisiones que adopte.

Recomendación 37.- Cuando exista comisión ejecutiva, la estructura de participación será similar al del consejo, y su secretario será el de este último.

Recomendación 38.- El consejo tendrá siempre conocimiento de los asuntos tratados y de las decisiones adoptadas y recibirán copia de las actas de las sesiones de la comisión ejecutiva.

Principio 20.- La comisión de auditoría estará compuesta por una mayoría de consejeros independientes y su presidente deberá contar con conocimientos y experiencia en la materia. Sus normas de funcionamiento reforzarán su especialización, independencia y ámbito de actuación.

Recomendación 39.- Los miembros de la comisión de auditoría, y en especial su presidente, se designarán teniendo en cuenta su conocimientos en la materia; y la mayoría deberán ser independientes.

Recomendación 40.- Que bajo la supervisión de la comisión de auditoría se disponga de una unidad que asuma la auditoría interna y que funcionalmente dependa del presidente no ejecutivo del consejo o del de la comisión de auditoría.

Recomendación 41.- Que el responsable de unidad de auditoría interna presente a la comisión un plan anual de trabajo, informe directamente de las incidencias que se presenten y someta al final de cada ejercicio un informe de actividades.

Recomendación 42.- La comisión de auditoría deberá en relación a los sistemas de información y control interno: supervisar el proceso de elaboración e integridad de la información financiera de la sociedad y en su caso de grupo; velar por la independencia de la unidad; establecer un mecanismo que permita a los empleados hacer denuncias de hechos e irregularidades con trascendencia garantizando la confidencialidad. En relación al auditor externo: examinar las circunstancias que hayan determinado la renuncia; velar para que la remuneración del auditor externo no comprometa su calidad e independencia.; comunicar a la CNMV como hecho relevante el cambio de auditor y los desacuerdos con la renuncia y los desacuerdos con el auditor saliente; mantener una reunión anual entre el consejo y el auditor que informe sobre el trabajo realizado, la evolución contable y los riesgos de la sociedad; asegurar el respeto de las normas en materia de prestación de otros servicios por parte del auditor.

Recomendación 43.- Que la comisión de auditoría pueda convocar a cualquier empleado directivo de la sociedad e incluso que comparezca sin presencia de ningún otro directivo.

Recomendación 44.- Que la comisión de auditoría sea informada sobre las operaciones de modificaciones estructurales y corporativas que proyecte realizar la sociedad para su análisis previo e informe de los impactos de carácter contable que pueda tener.

Principio 21.- La sociedad dispondrá de una función de control y gestión de riesgos ejercida por la comisión de auditoría, o en su caso por otra comisión especializada del consejo de administración.

Recomendación 45.- Que la política de control y gestión de riesgos identifique los distintos de riesgos financieros y no financieros a los que se enfrente la sociedad; el nivel de riesgos que considere aceptable; las medidas para mitigar sus impactos; y los sistemas de información y control interno que se utilizarían.

Recomendación 46.- Que bajo la supervisión de la comisión o de otra especializada en el seno del consejo exista una unidad interna que: asegure el buen funcionamiento de los sistemas de control y gestión de riesgos; identifique, gestione y cuantifique los riesgos importantes que afecten a la sociedad; participe activamente en la elaboración de estrategias y en las decisiones importantes sobre riesgos; vele porque los sistemas de control y gestión de riesgos mitiguen los riesgos en el marco de la política definida por el consejo.

Principio 22.- La comisión de nombramientos y retribuciones (dos separadas en las sociedades de elevada capitalización) estará compuesta por mayoría de independientes y serán designados teniendo en cuenta sus conocimientos, aptitudes y experiencia, y sus normas de funcionamiento reforzarán su especialización, independencia y ámbito de actuación.

Recomendación 47.- Que los miembros de la comisión de nombramientos y retribuciones se designe procurando que tengan los conocimientos, aptitudes y experiencias adecuados, y que la mayoría sea independiente.

Recomendación 48.- Que las sociedades de elevada capitalización cuenten con una comisión de nombramientos, y otra de remuneraciones.

Recomendación 49.- Que la comisión de nombramientos consulte al presidente y primer ejecutivo especialmente cuando se trate de materias relativas a consejeros ejecutivos. Cualquier consejero pueda solicitar de la comisión que tome en consideración potenciales candidatos para cubrir vacantes de consejeros.

Recomendación 50.- Que la comisión de retribuciones ejerza sus funciones con independencia, y que además de las que le indica la ley, realice las siguientes: Proponer al consejo las condiciones básicas de los contratos de los altos directivos; comprobar la observancia de la política retributiva establecida por la sociedad; revisar la política de retribuciones, su aplicación y garantizar que su remuneración individual sea proporcionada a la que se le paga a los demás consejeros y altos ejecutivos de la

sociedad; velar por los eventuales conflictos de intereses; verificar la información sobre remuneraciones de consejeros y altos ejecutivos contenida en los distintos documentos corporativos.

Recomendación 51.- Que la comisión de retribuciones consulte al presidente y al primer ejecutivo en especial cuando se trate de materias relativas a los consejeros ejecutivos y altos directivos.

Principio 23.- La composición de las comisiones que constituyan las sociedades debe ser similar en su configuración a las de las comisiones legalmente obligatorias.

Recomendación 52.- Que las reglas de composición y funcionamiento de las comisiones de supervisión y control figuren en el reglamento de la sociedad y sean consistentes con las legalmente obligatorias y sigan las recomendaciones siguientes: Que estén compuesta exclusivamente por consejeros no ejecutivos con mayoría de independientes; que sus presidentes sean consejeros independientes; que sean designados conforme a sus conocimientos, aptitudes y experiencia; que las comisiones puedan recabar asesoramiento externo; que se levanten actas de sus reuniones y se pongan a disposición de todos los consejeros.

Recomendación 53.- Que el cumplimiento de las reglas de gobierno corporativo, códigos internos de conducta y responsabilidad social corporativa se atribuya a una comisión ya establecida, o se reparta entre varias, que tendrían las siguientes funciones mínimas: supervisión del cumplimiento de los códigos internos de conducta y de las reglas de gobierno corporativo de la sociedad; supervisión de la estrategia de comunicación y relación con accionistas e inversores; evaluación periódica de la adecuación del sistema de gobierno corporativo de la sociedad; revisión de la política de responsabilidad corporativa de la sociedad, velando porque esté orientada a la creación de valor; seguimiento y evaluación del cumplimiento de la responsabilidad social corporativa; supervisión y evaluación de la relación con los distintos grupos de interés; Evaluación de todo lo relativo a los riesgos no financieros; coordinación del proceso de información no financiera y sobre diversidad conforme a la normativa aplicable a los estándares internacionales de referencia.

Principio 24.- La sociedad promoverá una política adecuada de responsabilidad social corporativa, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados.

Recomendación 54.- Que la política de responsabilidad social corporativa incluya los principios que la sociedad asuma voluntariamente en su relación con los distintos

grupos de interés e identifique al menos: objetivos de la política y desarrollo de instrumentos de apoyo; estrategia en materia de sostenibilidad, medio ambiente y cuestiones sociales; prácticas concretas relacionadas con: accionistas, empleados, clientes, proveedores, cuestiones sociales, medio ambiente, diversidad, responsabilidad fiscal, respeto de los derechos humanos y prevención de conductas ilegales; método de seguimiento de resultados de la aplicación del punto anterior; mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, la ética y la conducta empresarial; canales de comunicación, participación y diálogo con los grupos de interés; prácticas de comunicación responsable que eviten la manipulación informativa y protejan la integridad y el honor.

Recomendación 55.- Que la sociedad informe en un documento separado o en el informe de gestión sobre los asuntos relacionados con la responsabilidad social corporativa.

Principio 25.- La remuneración del consejo de administración será adecuada para atraer y retener a los consejeros con el perfil deseado y para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos con el objeto de conseguir el interés social, incorporando mecanismos que evite la asunción de riesgos excesivos y la recompensa de resultados desfavorables.

Recomendación 56.- Que la remuneración de los consejeros sea la necesaria para atraer y retener a los consejeros de perfil deseado, pero no tan elevada como para comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos.

Recomendación 57.- Que se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones variables ligadas a los rendimientos, entrega de acciones, derechos sobre acciones, instrumentos referenciados a las acciones o sistemas de ahorro a largo plazo. Los no ejecutivos pueden recibir acciones, pero las tienen que mantener hasta su cese.

Recomendación 58.- Las remuneraciones variables deben guardar relación con el rendimiento profesional (predeterminado) de los consejeros que las reciban.

Recomendación 59.- Que el pago de una parte relevante de los componentes variables se difiera en el tiempo para comprobar que se han cumplido las condiciones de rendimiento previamente establecidas.

Recomendación 60.- Que las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad tomen en cuenta las salvedades del auditor externo.

Recomendación 61.- 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.

Recomendación 62.- Que una vez atribuidos estos instrumentos los consejeros no puedan transferir la propiedad de un número equivalente al doble de su remuneración fija anual, ni puedan ejercer las opciones o derechos hasta que pase al menos tres años desde su atribución.

Recomendación 63.- Que los acuerdos incluyan una cláusula que permita a la sociedad reclamar el reembolso de los componentes variables de la remuneración cuando el pago no se haya ajustado a las condiciones de rendimiento o se hayan abonado atendiendo a datos cuya inexactitud quede acreditada con posterioridad.

Recomendación 64.- Que el coste de la resolución del contrato no supere el equivalente a dos años de la retribución total anual, y que no se abone hasta que la sociedad haya podido comprobar que el consejero ha cumplido los criterios de rendimiento establecidos.

Del Código de Buen Gobierno de la Sociedades Cotizadas, hacemos una valoración positiva porque:

- A. Aunque de carácter voluntario, hay que justificar su no uso.
- B. Contempla los grupos de empresas.
- C. Pide que se replique en las comisiones las ponderaciones de presencia de los miembros del consejo de administración.
- D. Pide igualdad de trato por parte del consejo hacia los accionistas independientemente del número de acciones que posea.
- E. Pide más claridad y transparencia para las deliberaciones del consejo.
- F. Impide medidas contra las OPAs por parte del consejo de administración.
- G. Consagra la presencia y el aumento de peso de los consejeros independientes.
- H. Mayor control de las comisiones de nombramientos y retribuciones.
- I. Refuerza el papel y control de la comisión de auditoría.
- J. Introduce la evaluación y control del desempeño del consejo y de los consejeros.

Hacemos una valoración negativa porque:

- A. Se queda sólo en las sociedades cotizadas.
- B. No recoge a fondo las responsabilidades de auditores, analistas y agencias de calificación.

C. Sigue sin ser obligatorio.

D. No garantiza totalmente la independencia de los consejeros, al venir su elección a propuesta del presidente y de los otros consejeros.

### **2.5.- ¿Cuál es el mejor Código español desde la óptica del *Insider Trading*?:**

Llegados a este punto es interesante realizar una reflexión sobre cuál de los cuatro códigos aprobados en España es el mejor en términos de combatir el delito del *Insider Trading*. Si entendemos que una de las raíces del mismo es la falta de información y/o su manipulación consideramos el mejor el Código Aldama porque concreta el concepto de Transparencia y porque indica cómo hacer pública la información. Si igualmente valoramos qué es importante -y es una consecuencia de lo anterior- la confianza del inversor, también nos tenemos que decantar por el Código Aldama. Si estimamos fundamental la igualdad de todos los accionistas, estimamos mejores el código Aldama y el último, en su afán de dar información completa a todos los accionistas. Si se considera que la forma de actuar de los consejos de administración es básica en esta cuestión los cuatro códigos realizan aportaciones muy útiles. Si abrimos el protagonismo de este delito al exterior del consejo de administración vemos muy acertadas las recomendaciones del código Aldama en cuanto a los Auditores, Analistas y Agencias de Calificación. Si, por último, queremos considerar a las empresas cotizadas como grupos de empresas las mejores aportaciones vienen del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.

Para terminar hay que hacer una crítica común a los cuatro: Consideran a los códigos como algo voluntario (hay que reconocer que en el último, el hecho de que haya que justificar por qué no se aplica, le hace, un tanto obligatorio); no aprovechan toda la experiencia internacional; no garantizan la independencia real de los consejeros independientes; y porque de forma explícita o implícita hablan de que el objetivo fundamental de la empresa es crear valor para el accionista. El último código hace hincapié en considerar la buena marcha de la sociedad como algo independiente de los beneficios inmediatos de los accionistas por su visión a largo plazo de la sociedad.

### 3. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO EN EL MUNDO

A distintos niveles se han hecho esfuerzos para aportar ideas que confluyan en códigos para el gobierno de las sociedades. Veremos algunos de ellos, quizás los más importantes sean:

#### 3.1.- IOSCO.-

La Organización Internacional de Organismos de Supervisión de los Mercados de Valores (Internacional Organization of Securities Commissions) (IOSCO) hacía públicos en el año 2002 una serie de principios relacionados con el buen gobierno de las empresas<sup>9</sup>.

a. Información periódica a suministrar por las sociedades: La misma hay que suministrarla “lo antes posible”, aunque se puede tener como referencia 2 días hábiles como propone Estados Unidos. Exige que si la entidad está registrada en varias jurisdicciones, la información hay que suministrarla de forma simultánea en todas ellas. La información completa se debe suministrar puntualmente para que se pueda usar por el mercado de forma eficiente, efectiva, completa y presentada de forma clara. Además recuerda que esta información hay que proveerla a los socios sin discriminar en su contenido.

b. Auditores Independientes y papel del Gobierno Corporativo en el control y seguimiento de la independencia del auditor: En primer lugar considera el papel del auditor externo como fundamental para dar un toque de credibilidad a los estados financieros publicados y que serán usados por inversores, entidades de crédito y otros agentes, a la hora de tomar decisiones. Existe un interés de las asociaciones de auditores por trabajar junto a los gobiernos para reforzar esas funciones. Pero esa independencia debe ser y parecer. A veces se aprecian diferencias entre los estándares utilizados por el sector auditor y por las autoridades. Por ejemplo el grupo de personas y entidades tanto internas como externas a las auditoras a quienes hay que aplicar las reglas de independencia; las relaciones financieras, comerciales y de otro tipo entre el auditor y la empresa auditada; los tipos de servicios diferentes a la auditoría que el auditor puede prestar a las empresas auditadas; y las medidas de salvaguardia que son necesarias

---

<sup>9</sup> Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. (2002). “Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities”; “Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor’s Independence” y “Principles for Auditor Oversight”. IOSCO. October 2002.

implementar para protegerse contra las amenazas a la independencia. Así la situación, el Comité Técnico de IOSCO considera que no es suficiente establecer normas de gobierno para la independencia de los auditores, para asegurarse que los auditores sean realmente independientes. Además considera que los sistemas internos para la adecuación y eficiencia de las firmas de auditoría y los procesos relativos a la independencia deben ser evaluados por una entidad externa. Considera que debe existir un comité independiente en las empresas para seleccionar al auditor externo. El Comité considera útiles los códigos éticos de los colectivos profesionales de la auditoría que proporcionan un análisis útil de los potenciales riesgos y amenazas para la independencia en los siguientes casos: Cuando el auditor puede obtener beneficios de la empresa auditada; cuando el auditor es también asesor; cuando apoya al cliente auditado en transacciones con terceras personas; familiaridad cuando el periodo es largo; intimidación cuando la empresa amenaza con rescindir el contrato si no se aplican determinados criterios contables. Igualmente estima interesante la creación en el seno de las empresas de un comité de auditoría que lleve las relaciones con los auditores externos de forma independiente.

c. Errores del Auditor: Los errores de estos profesionales son una realidad y el Comité Técnico del IOSCO hace una serie de recomendaciones al respecto:

- Existencia de mecanismos para garantizar la cualificación y el reciclaje que aseguren la calidad de su trabajo.

- Implantar mecanismos para asegurar la independencia del auditor frente a la empresa auditada tanto en los hechos como en la apariencia; y ... que se mantenga dicha independencia.

- Implementar mecanismos que garanticen que el colectivo actúe en el interés público, con reglas efectivas para velar por la ética, la independencia y el control de calidad.

- Que el auditor sea objeto de una disciplina y vigilancia externa por un órgano independiente de la profesión de la auditoría. El mismo, además de independiente, deberá defender el interés público.

- Un ente externo tendrá que establecer un proceso de revisión periódico del funcionamiento de los procedimientos de auditoría y las prácticas. Las firmas auditoras se deben adherir a políticas de controles de calidad adecuadas que incluyan materias fundamentales como: Independencia, ética, objetividad, selección,

metodología, funciones, consulta en temas difíciles o sensibles, comunicación con el cliente, etc.

### **3.2.- Naciones Unidas.-**

El Grupo Consultivo Especial de Expertos en requisitos de transparencia y publicación de información para el buen gobierno de las empresas de Naciones Unidas acordaba un informe sobre esta materia que se distribuía en agosto de 2002<sup>10</sup>. Marcaba una serie de recomendaciones que agrupaba en los siguientes epígrafes:

a. **Publicación de Información Financiera:** Destaca la referente a los resultados financieros y de explotación de las empresas, las transacciones de las empresas vinculadas y las medidas contables más importantes. El objetivo es conocer no sólo la situación actual de la empresa sino sus perspectivas, así como los criterios contables utilizados que puedan alterar el resultado. Además consagra lo que llama el precio justo, aunque reconoce que a veces es complejo su cálculo.

b. **Publicación de información no financiera:** Entre ellas señala:

- Objetivos de la empresa.
- Composición del capital y derechos de los accionistas (una acción, un voto).
- Estructura y políticas de buen gobierno. Opina que se debe concretar la composición de directores ejecutivos y no ejecutivos. También propone que tanto el papel como las funciones del consejo de administración deben ser divulgados en su totalidad. Además recoge que se dé a conocer la composición de los diferentes comités internos y sus funciones para prevenir conflictos entre las diferentes partes, así como su publicidad.
- El grupo consultivo se mostraba partidario de hacer públicas las obligaciones de cada uno de los directores, así como su formación y experiencia. Del mismo modo se deben hacer públicos los acuerdos de asesoramiento externo y cómo, cuándo y para qué se han utilizado. Junto a ello recomiendan la existencia de mecanismos de evaluación de los distintos ejecutivos, remuneraciones, planes de sucesión y la forma de resolver los conflictos.

---

<sup>10</sup> Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. Grupo Consultivo Especial de Expertos en requisitos de transparencia y publicación de información para el buen gobierno de las empresas. (2002). Requisitos de Transparencia y publicación de informes para el buen gobierno de las empresas. Ginebra. 25 a 27 de septiembre de 2002.

- Empleados y otros. Las empresas deben informar si disponen de algún mecanismo de protección de los derechos de sus trabajadores y de otras partes interesadas.

- Salvaguardia del patrimonio natural y social. El consejo de administración debe hacer pública su política y sus resultados en el marco de su responsabilidad con el medio natural y social, así como las repercusiones de esa política y sus resultados en la sostenibilidad de la empresa.

- Factores previsibles de riesgo importante. El órgano ejecutivo debe proporcionar información y garantías adecuadas respecto a sus objetivos, sistemas y actividades de gestión de riesgos, y especialmente sobre las reglas vigentes para mitigar los posibles efectos negativos de las actividades que entrañen riesgos. También deberá informar sobre los sistemas de control internos y su eficacia.

- Independencia de los auditores. El consejo debe declarar su confianza en la independencia de los auditores y que su integridad no está comprometida. Igualmente informará de la interacción entre auditores internos y externos y el nombramiento de éstos.

c. Juntas Generales Anuales: El grupo consultivo ve la necesidad de publicar información sobre el proceso de celebración de las juntas generales anuales; la notificación del día en el plazo debido y su publicación en el idioma nacional y en uno internacionalmente utilizado en el mundo empresarial.

d. Momento y modo de publicación de la información: Todas las cuestiones relacionadas con el buen gobierno deben ser hechas en el plazo oportuno y de forma clara, concisa, exacta y haciendo prevalecer la sustancia sobre la forma.

e. Mejores prácticas de realización del buen gobierno de las empresas: En los casos en que localmente exista uno de estos códigos, las empresas deben informar sobre su grado de cumplimiento y explicar las omisiones y sus causas. Si no existiera, deberán las compañías seguir las mejores prácticas internacionales existentes.

### **3.3.- OCDE.-**

En la cumbre de ministros de la OCDE celebrada los días 26 y 27 de mayo de 1999 acordaron “Los Principios de la OCDE para el Gobierno de las

Sociedades”<sup>11</sup>. Pretendían ser una referencia para ulteriores iniciativas en la materia por parte de los gobiernos nacionales e incluso por las propias empresas. Recoge palabras como ética, competitividad y éxito, como elementos de interés para las propias corporaciones. Las vincula a cuestiones como las políticas de inversión de las empresas, acreedores, empleados, estados, ... y por supuesto los accionistas. También señala su carácter no vinculante y su carácter evolutivo, lo que presupone su revisión periódica.

Los principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades son:

A. Los derechos de los Accionistas: Parte de la base de que tienen derecho a participar y a estar lo suficientemente bien informados sobre las decisiones que supongan cambios fundamentales en las sociedades (cambio de estatutos; emisión de acciones; transacciones extraordinarias que deriven en la venta de la compañía, ...). Además recoge su derecho a participar de forma efectiva en las juntas generales así como a recibir información suficiente y regular y que haya proporcionalidad entre el voto y el número de acciones. También apuesta porque los mercados de control societario funcionen de manera eficiente y transparente.

B. Tratamiento Equitativo de los Accionistas: Propone la igualdad de trato para todos los accionistas incluidos los minoritarios y los extranjeros, y que puedan contar con la posibilidad de obtener reparación efectiva por la violación de sus derechos. En este punto asegura que debe estar prohibida la transacción con información privilegiada y la negociación abusiva por cuenta propia. Igualmente se le debe exigir a la ejecutiva que revele cualquier conflicto de intereses en cuestiones que afecte a la sociedad.

C. La Función de los Grupos de Interés Social en el Gobierno de las Sociedades: Se debe reconocer los derechos de estos grupos y alentar la cooperación para crear riqueza, empleo y conseguir empresas financieramente sólidas. Estos grupos deben tener acceso al gobierno de las sociedades y a la información relevante.

D. Comunicación y Transparencia Informativa: Ello supone presentar la información de manera precisa y regular sobre las cuestiones materiales, resultados, situación financieras, propiedad y gobierno. Se recomienda seguir los estándares de contabilidad más exigentes de descripción de riesgo financiero y no financiero y de auditoría.

E. La Responsabilidad del Consejo: Es quizás el apartado más extenso. Recalca la necesidad de estipular las directrices estratégicas de la compañía, un control eficaz de

---

<sup>11</sup> OCDE. Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades. OCDE. París. (1999).

la dirección por parte del Consejo y la responsabilidad de éste hacia la empresa y sus accionistas. En el apartado de la contabilidad, el consejo debe garantizar la integridad de los sistemas utilizados, de los estados contables, de la auditoría independiente y, algo muy importante, sistemas de control del riesgo, financiero, cumplimiento de la ley, etc.

### **3.4.- Alemania.-**

En enero de 2000 el Grupo Alemán sobre Gobierno Corporativo<sup>12</sup>, integrado por diez personalidades del mundo económico-financiero-empresarial germano aprobaba el Código de Buenas Prácticas para el Gobierno Corporativo Alemán.

En su preámbulo asegura que estas reglas promueven y refuerzan la confianza en el presente y en el futuro de accionistas, acreedores, empleados, empresas y público en general tanto en el ámbito nacional como internacional. Las mismas deben servir de guía para los códigos de las empresas por acciones.

Tras recordar los principios propuestos por la OCDE, establece un conjunto de pautas a seguir por el Consejo de Administración y por el Consejo de Supervisión.

Respecto al primero establece una serie de responsabilidades y funciones. Entre ellas está obligado a buscar el interés de la sociedad, adaptarse a los estatutos y políticas de la compañía, a las directrices, así como a los principios básicos de una gestión honesta. También debe consultar con el Consejo de Supervisión la estrategia del grupo y su responsabilidad para llevarlo a cabo. En cuanto a la política informativa, deberá ser rápida, ágil y periódica por medios convencionales y en Internet (reuniones, votaciones, iniciativas de los socios, etc). Recomienda la publicación en otros idiomas. Su contenido debe ser igual para todos los accionistas. Debe ser una información comprensible y recogerá datos sobre el riesgo de la compañía, el riesgo de la gestión y el de las filiales. Otro elemento a incluir es la exposición al riesgo y a los cambios que en él se produzcan. Deberá informar sobre aquellas sociedades en las que tenga más de un 10% de su capital y de los accionistas con derecho de voto de: 5%, 10%, 25%, 50% ó 75%. Igualmente deberá recoger las remuneraciones de sus ejecutivos y directivos y de los conflictos de interés que pudieran surgir en las transacciones con cualquier otro grupo en el seno del propio consejo.

---

<sup>12</sup> German Panel on Corporate Governance. Code of Best Practice for German Corporate Governance. (la traducción literal sería Código para las mejores prácticas para el gobierno de las empresas alemanas). Frankfurt. (2000).

Respecto al Consejo de Supervisión apuesta por un elevado número de consejeros independientes reales y que participen en el mismo en al menos el 50% de las sesiones. Le asigna un papel relevante en las inversiones en proyectos, préstamos, establecimiento de subsidiarias, y filiales y en los casos de adquisición o venta de paquetes de acciones relevantes. Establece indicaciones para las operaciones comerciales con miembros supervisores. Plantea la necesidad de establecer diversos comités para cuestiones de cierta complejidad: Comité General, Comité de Auditoría, Comité de Personal, Comité de Nombramientos, Comité de Mercado y Riesgo de Crédito, y Comité de Mediación y Arbitraje. Por último indica reglas para los casos de conflictos de intereses y para las transacciones entre la compañía y su grupo.

### **3.5.- Reino Unido.-**

Los precedentes habría que fijarlos en el Código Cadbury (1992), y en el Código Greenbury (1995). Posteriormente apareció el Código Hampel (1998)<sup>13</sup>. En noviembre de 1995 se crea el Comité para el Gobierno Corporativo auspiciado por la Bolsa de Londres, la Confederación de la Industria Británica, el Instituto de Directores, el Comité Consultivo de Asociaciones de contabilidad, la Asociación Nacional de Fondos de Pensiones y la Asociación Británica de Seguros. Señala como principios para el gobierno corporativo los siguientes:

- Ejecutivos: Las empresas deben ser dirigidas por un equipo de personas capaces que puedan liderar y controlar la compañía. Un Consejo de Administración con consejeros no ejecutivos (incluidos los independientes). Apuesta por un número de independientes que puedan servir de contrapoder frente a los ejecutivos, que sean capaces de trabajar en equipo y aporten objetividad e independencia en las deliberaciones y decisiones.
- Suministro de información: Deberá ser rápida, asequible y deben permitir analizar el desempeño de sus funciones.
- Nombramiento del consejo: Se seguirá procedimientos formales y transparentes en la designación de los consejeros.
- Remuneración de los directivos: Deberá ser suficiente para atraer y retener a ejecutivos que puedan llevar a la compañía por el camino del éxito. Deberá

---

<sup>13</sup> Código Hampel. (1998). Enero 1998. Londres,

incluir tramos fijos y por resultados y seguirá criterios y formas transparentes de actuación.

- Accionistas: Los accionistas institucionales deben ser responsables a la hora de usar sus votos.
- Contabilidad y Auditoría: El consejo presentará unos estados equilibrados y comprensibles de la compañía y de sus proyectos. Mantendrá un control interno sólido que vele por la inversión de los accionistas y los activos de la compañía. Consigna igualmente que el consejo tendrá con los auditores una relación formal y transparente en cuanto a los acuerdos. Los auditores deberán informar a los accionistas con criterios de profesionalidad e independencia.

El Instituto de Censores Jurados de Cuentas de Inglaterra y Gales publicaba en 1999<sup>14</sup> una guía para directivos para asegurar el control interno de las empresas con el respaldo de la Bolsa de Londres. El mismo es conocido dentro y fuera del Reino Unido como el Código Turnbull.

Ya en su preámbulo dice que el consejo de administración deberá mantener un sistema de control interno para proteger la inversión de los accionistas y los activos de la empresa. Asegura que el control interno posibilita la eficiencia de las decisiones de la empresa. El mencionado Código Turnbull otorga a los estados contables y a la contabilidad un valor fundamental en la salvaguardia de los activos y en la prevención y detección del fraude.

También contempla los controles a nivel de grupos de empresas. Al consejo de administración le insta a establecer sistemas seguros de control interno y su responsabilidad en la evaluación de los riesgos. Extiende la responsabilidad a los empleados y resalta el papel de la contabilidad para recoger los hechos de forma objetiva.

Esos controles deben plasmarse en actividades de control, procesos de información y comunicación y procesos de vigilancia y seguimiento efectivos del sistema de control interno. Para ello debe formar parte de la cultura de la empresa; debe ser capaz de dar respuestas rápidas a los riesgos y a los cambios; y además debe contar con sistemas de información inmediata a los niveles correspondientes de los problemas que sean identificados. Considera que facilita herramientas razonables para el control, pero no

---

<sup>14</sup> Institute of Chartered Accountants in England & Wales. (1999). Internal Control. Guidance for Director on the Combined Code. Londres.

elimina el problema. Entiende que la revisión permanente del control interno propicia su efectividad. Gran importancia tienen los de naturaleza operacional y los financieros. Tendrían que fijarse los objetivos y la frecuencia de los controles y de las revisiones. Otro punto que añade es la necesidad de la auditoría interna. Ésta irá en función de la complejidad de la compañía, número de empleados y las consideraciones coste/beneficios.

Si no existe el consejo de administración debería fijarse en aspectos relevantes de las actividades de la compañía, mercados y el entorno. En 2008 hubo una revisión del Código Combinado sobre Gobierno Corporativo por parte del Financial Council que con la categoría de *reporting*, pero no supuso avances significativos de lo visto hasta ahora.

### **3.6.- Francia.-**

El país galo cuenta con dos documentos sobre el gobierno de las empresas, uno de julio de 1995 y otro de cuatro años después<sup>15</sup>. El último profundiza en el primero y se centra en el consejo de administración de las sociedades cotizadas, sus funciones y la información financiera. Concluye con una serie de 35 recomendaciones. Entre ellas destacamos:

- a. Separación de las funciones de presidente y de director general.
- b. Se debe detallar en la memoria las remuneraciones de los directivos, incluyendo la cantidad total, la fija, la variable y los criterios de asignación.
- c. Debe reservarse un capítulo diferenciado a las opciones sobre acciones.
- d. Limitación del periodo de mandato de los consejeros a 4 años, renovándose parcialmente.
- e. Define al consejero independiente como el que no tiene relación con la dirección de la sociedad ni con su grupo de empresas.
- f. Recomienda a las sociedades cotizadas informar lo más rápidamente posible acerca de su actividad y resultados en aras a la limpieza y transparencia. Fija en un mes el tiempo para hacer públicas sus cuentas anuales, y dos meses para las cuentas consolidadas semestrales.
- g. Propone que las sociedades pidan autorización expresa a la asamblea general extraordinaria para casos de OPAs.

---

<sup>15</sup> Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise. Mas conocido como Informe Vienot en honor a su presidente M. Marc Vienot.

### 3.7.- Holanda.-

El Comité Peters sobre Gobierno Corporativo<sup>16</sup> proponía en el mes de marzo de 1998 un total de 40 recomendaciones sobre estas prácticas. Entre ellas destacaríamos:

- Las acciones de cualquier compañía deben ser mantenidas por los miembros del comité de supervisión, Supervisory Board, como inversiones a largo plazo.

- Al menos una vez al año el comité supervisor revisará las estrategias y los riesgos en los que pueda estar inmersa la compañía.

- La aprobación de las cuentas anuales y las políticas seguidas por el consejo de administración, Board of Directors, y la supervisión ejercida por el comité supervisor deberán ser puntos diferentes en la agenda para la junta general de accionistas.

- El consejo de administración informará por escrito al comité de supervisión sobre los objetivos de la compañía, las estrategias y los riesgos asociados y los mecanismos usados para el control financiero de los riesgos. La cuantificación puede ser una herramienta para ayudar a clarificar los objetivos y las estrategias de la compañía. Cualquier título mantenido por los miembros del consejo de administración deberá tener consideración de inversión a largo plazo. Además se informará de la suma de acciones que tenga en la Memoria Anual. Se distinguirá entre acciones y certificados de acciones, bonos convertibles, opciones negociables, y opciones emitidas por la compañía con condiciones especiales.

- Los planes con *stock-options* con los empleados deben tener un periodo superior a los 3 años.

- El comité Peters define la 'influencia' como "la dirección de la compañía no debe permitir superar un largo periodo de tiempo ignorando las opiniones de los inversores en aspectos que les afecte". Y también a empleados, acreedores, etc. Entre esos aspectos tendríamos la política estratégica de la empresa, cambios importantes en la naturaleza y tamaño de la compañía, política de dividendos, tamaño y composición del capital, modificación de los estatutos de la compañía, adopción y/o aprobación de las cuentas anuales. Este último punto puede incrementar la transparencia con los accionistas.

- Importancia de la calidad y especialización de los análisis de inversión.

- Facilitar la participación de los accionistas en la toma de decisiones.

---

<sup>16</sup> Summary of the forty recommendations made by the Peters Committee on Corporate Governance. Marzo 1998. Extraído de la página web de la CNMV. Madrid.

- Los principios fundamentales del gobierno corporativo deben ser resumidos en el Informe Anual.

- La auditoria de las cuentas anuales es una parte fundamental de un sistema sólido para el gobierno corporativo.

- El comité supervisor y el comité de auditoría se deben reunir con los auditores al menos una vez al año.

- Los informes de las agencias de *rating* deben ser discutidos en el seno del comité supervisor.

En 2008 sale a la luz el Dutch Corporate Governance Code del que es autora la comisión presidida por J. Frijns, que supone una actualización del anterior.

### **3.8.- Portugal.-**

La Comisión de Valores Mobiliarios (CMVM)<sup>17</sup> portuguesa, consciente de la complejidad de las sociedades con la internacionalización y la globalización de los mercados ha emitido una serie de recomendaciones que agrupa en cinco puntos:

a. Divulgación de la Información: Se hará con la relativa a la distribución de competencias entre los diferentes órganos; a las competencias efectivamente desarrolladas por cada uno de los miembros de los diferentes órganos; al comportamiento en bolsa de las acciones, al menos una vez al año; a la política de distribución de dividendos; a los acuerdos sociales referidos a la transmisión de acciones; al uso de las nuevas tecnologías para transmitir, para divulgar la información financiera y los documentos preparatorios de las asambleas generales; asegurará el contacto con el mercado, respetando el principio de igualdad de los accionistas y evitando asimetrías en la información suministrada a éstos.

b. Ejercicio del Derecho de Voto y Representación de los Accionistas: Las recomendaciones del órgano supervisor luso pide que las sociedades deben estimular el ejercicio activo del derecho de voto. Y además que como buena práctica societaria y para la mayor transparencia, aconseja que se promuevan el perfeccionamiento de los procedimientos conexos. Como por ejemplo que el accionista esté lo mejor informado posible para que pueda tomar mejor sus decisiones.

c. Inversores Institucionales: Pide la CMVM que estos inversores tienen que tomar en consideración sus responsabilidades en cuanto al uso eficiente y diligente de

---

<sup>17</sup> Legislação publicacoes. Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas. Lisboa.

sus derechos como titulares o como gestores de títulos. También deberán informar sobre las actuaciones tomadas en el ejercicio del voto.

d. Reglas Societarias: Hay que tomar en el seno de las organizaciones reglas y normas de actuación para regular las situaciones de conflicto de intereses de los miembros del órgano de gestión y la sociedad. En cuestiones que tengan que ver con los deberes de diligencia, lealtad y confidencialidad de los miembros del consejo de administración y en lo referente a la utilización indebida de oportunidades de negocio y de los bienes societarios. No deben emplear medidas que impidan OPAs y si se hace deben defender los derechos de la sociedad y de sus accionistas y también demostrarlo.

e. Estructura y Funcionamiento del Consejo de Administración: Debe estar compuesto por una pluralidad de miembros que ejerzan una orientación efectiva en la gestión de las sociedades y sobre sus gestores y directores. También recomienda que existan consejeros independientes que sirvan de contrapeso a los representantes de los accionistas dominantes y que permita una mejor consecución de los intereses de la sociedad. Si dentro de él se nombra una Comisión Ejecutiva, la misma debe reflejar las proporciones que se den en el consejo de administración. Por último recomienda al consejo de administración que cree comisiones de control interno para aquellas materias en las que existan situaciones de potenciales conflictos y para que evalúen la estructura y el gobierno societarios. En todo caso hay que evitar la concentración de poder.

### **3.9.- Estados Unidos.-**

En este país la principal referencia es la propuesta de la SEC de 2002<sup>18</sup>. Entre sus apartados más interesantes tenemos que:

- Las compañías cotizadas en Bolsa deben tener una mayoría de directores independientes (no deben tener relación ni con la compañía ni con sus filiales, o que hayan transcurrido al menos 5 años desde que hayan sido empleados de la empresa).
- El Comité de Gobierno Corporativo debe estar compuesto exclusivamente por independientes.
- El Comité de Remuneraciones debe estar integrado sólo por independientes.
- Sólo un miembro del Comité de Auditoría recibirá remuneraciones.

---

<sup>18</sup> Corporate Governance Rule Proposals reflecting recommendations from the NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee as approved by the NYSE Board of Directors. 1 de agosto de 2002. Washington.

- Para incrementar el poder de los accionistas sobre las decisiones, éstos deben tener la oportunidad de votar los planes de compensación con acciones y los planes de beneficios.

- Las compañías cotizadas deben adoptar y publicar las líneas básicas del Gobierno Corporativo.

- Las compañías cotizadas deben adoptar y publicar Códigos de Buena Conducta para directivos, jefes y empleados.

- Igualmente estas empresas deben justificar por qué no siguen las prácticas propuestas por la NYSE.

Existen otros dos códigos publicados en el país, el Policy Statement on Corporate Governance, del TIAA-CREF (2007) y los Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de la sociedades cotizadas (2008)<sup>19</sup>.

### **3.10.- Canadá.-**

El informe final del Comité Conjunto para el Gobierno Corporativo en Canadá<sup>20</sup> elaborado bajo los auspicios del Chartered Accountants of Canadá y la bolsa de ese país hace hincapié en el concepto de construir una cultura de la gestión para promover corporaciones fuertes, viables y competitivas. Se plasma en una serie de recomendaciones: Primera, la Bolsa realizará los esfuerzos necesarios para que las compañías cumplan las recomendaciones del Comité; segunda, las empresas procurarán tener en sus consejos personas capaces y comprometidas; las tercera, cuarta, quinta y sexta hacen referencia a los consejeros externos que deberán ser independientes y desarrollar labores acordes a sus habilidades; séptima los consejeros adoptarán un proceso de planificación estratégica que contemplará elementos de control y seguimiento del riesgo del negocio y serán revisados regularmente así como las apuestas por nuevos negocios y sus implicaciones en la dirección estratégica de la compañía; octava la Bolsa revisará las participaciones de los accionistas que supongan un control *de facto* de la compañía; novena, en los casos de corporaciones públicas los consejeros deberán aceptar su responsabilidad en la toma de decisiones; décima, se determinará claramente las responsabilidades de cada comité que funcione en las

---

<sup>19</sup> Ver "Códigos de Buen Gobierno: Un análisis comparativo. Especial incidencia en el caso español de Ferruz Aguado, Luis y otros. Aposta revista de Ciencias Sociales. Número 46, julio, agosto y septiembre 2010 ISSN 1696-7348.

<sup>20</sup> Joint Commite on Corporate Governance. (2001). Beyond Compliance: Building a Governance Culture. Noviembre 2001. Toronto.

corporaciones; onceava, los miembros de los comités de auditoría serán ajenos a los directores y sin vinculaciones de ningún tipo incluso familiares, y preferentemente serán expertos en la materia; duodécima, los accionistas son los responsables últimos de la selección, evaluación y propuesta de los miembros del comité de auditoría; decimotercera, podrán requerir periódicamente al comité ejecutivo la revisión de las necesidades para la auditoría interna; décimo cuarta, la Comisión de Valores de Ontario revisará su normativa para clarificar el papel de los comités de auditoría que deberán revisar trimestralmente los estados e informes financieros; y décimo quinta, los diferentes organismos implicados en la supervisión bursátil, y diferentes organismos profesionales, desarrollarán un programa que refuerce y apoye el estudio de la información, el análisis y la educación en el campo del gobierno corporativo.

### **3.11.- Brasil.-**

La Comissao de Valores Mobiliários (CVM) de este país, cuyo lema es “Protegiendo a quien invierte en el futuro de Brasil”, realiza una serie de recomendaciones sobre el gobierno corporativo<sup>21</sup>. Las mismas las hace dentro de su Programa de Orientación y Defensa del Inversor. Sus recomendaciones sobre las estructura giran en torno a cuatro rúbricas:

a. Transparencia (Asambleas, Estructura accionarial y Grupo de Control): Destacaríamos que las asambleas se deben convocar de forma que no se perjudique a los accionistas y con una antelación mínima de 30 días. Los acuerdos que se tomen deben ser accesibles para los accionistas y éstos deben tener conocimiento de los mismos. Los accionistas deben tener la relación de todos los socios con sus respectivas acciones, y de aquellos que controlen más del 0.5%, también su dirección. Además insta a facilitar al accionista su participación y la votación.

b. Estructura y Responsabilidad del Consejo de Administración: Al respecto la CVM recomienda que los consejeros deben orientar su trabajo a proteger el patrimonio de la compañía, perseguir la consecución del objeto social, maximizar el retorno de la inversión añadiendo valor a lo invertido. Debe contar entre 5 y 9 miembros técnicamente cualificados, con al menos dos miembros con experiencia en finanzas y contabilidad. También recomienda que tenga el máximo número posible de miembros independientes. El plazo para los consejeros es de un año pudiendo renovar. Así mismo

---

<sup>21</sup> Comissao de Valores Mobiliários (CVM). (2002). Recomendacoes da CVM sobre Governança Corporativa. CVM. Junio de 2002. Río de Janeiro.

recomienda que existan comités especializados en auditoría y en operaciones con empresas participadas. Permite que los accionistas preferentemente estén representados en el consejo de administración. Por último se muestra partidaria de separar las funciones de presidente del consejo de administración y la figura del primer ejecutivo.

c. Protección a los Accionistas Minoritarios: Recoge que en las decisiones de gran relevancia, deben ser discutidas y estudiadas por la mayoría del capital social, y que cada acción cuente con un voto, independientemente del tipo de acción que sea. Los casos en los que se aplica esta recomendación son: valoración de bienes que serán incorporados al capital social; cambio del objeto social; disminución del dividendo obligatorio; fusión, escisión o absorción; y transacciones relevantes con empresas vinculadas o relacionadas. No se permite que haya dos tipos de valoraciones en las OPAs. Todas las acciones se pagarán al mismo precio. Además recomienda que la sociedad deba indicar de forma clara y en condiciones de mercado las operaciones con empresas vinculadas. Exige que las discrepancias entre la compañía y los accionistas, o entre los accionistas de referencia y los minoritarios se resuelvan por la vía del arbitraje. Igualmente limita al 50% el número de acciones preferenciales.

d. Auditoría y Estados Financieros: Trimestralmente el consejo deberá hacer público un informe con la discusión y análisis de los factores que influyeron de forma importante en el comportamiento de los resultados y los principales factores de riesgos para la sociedad. Se deberá crear un Consejo Fiscal y un Comité de Auditoría que se deberá relacionar con los auditores, y en el que estarán presente los minoritarios. En cuanto a las compañías auditoras no podrán ser contratadas para otras actuaciones que puedan dar origen a conflictos de intereses. Las sociedades deberán adoptar además de los principios de contabilidad vigentes en Brasil las normas internacionales de contabilidad de la IASB o las utilizadas en Estados Unidos (US GAAP). Por último, las recomendaciones de los auditores deberán ser revisadas por todos los miembros del consejo de administración y del consejo fiscal.

### **3.12.- Chile.-**

En este país la política en materia de Códigos de Buena Conducta es secundaria. Las autoridades fijan unos requisitos de entrada y unas exigencias de solvencia y de liquidez, y además fiscalizan el cumplimiento de las normas. Define lo que entiende por Información Privilegiada, los Conflictos de Intereses y Otras Conductas. Controla a emisores, intermediarios y auditores, pero en ningún momento ha

tomado iniciativas para que el sistema chileno tenga un Código de Buena Conducta que sirviera de referencia para los participantes en los mercados.

La importancia de este apartado nos lleva a realizar un resumen global de las aportaciones de los diferentes códigos a nivel internacional. Podríamos destacar:

a. Funcionamiento, independencia y responsabilidad en el funcionamiento de los consejos de administración.

b. Rapidez, amplitud y transparencia en el suministro de información.

c. Igualdad de trato para todos los accionistas.

d. Importancia de los estados financieros.

e. Papel de los auditores.

## 4. PROFESIONALES Y OTROS

Bajo esta rúbrica recogeremos una serie de recomendaciones de buena conducta de diversas instituciones y colectivos profesionales.

### 4.1.- Company Law Experts.-

El Grupo de Alto Nivel de Bufetes de Abogados Europeos realizó un informe en 2002 sobre la regulación del marco de actuación de ese colectivo<sup>22</sup>. El mismo era un encargo de la Comisión Europea y el Ecofin y constituye una aportación amplia que aborda distintas cuestiones. Nos centraremos en sus aportaciones al Buen Gobierno Corporativo. Pero antes de entrar en ellos realiza una serie de consideraciones de carácter general. Entre ellas tenemos:

- Facilitar la eficiencia y la competencia de la actividad en Europa.
- Necesidad de normativas más adaptadas a los tiempos modernos.
- Divulgación de la información como herramienta regulatoria.
- Distinguir entre los diferentes tipos de compañías.
- Incrementar la flexibilidad frente a la intensificación de las reglas.
- Utilización de las modernas tecnologías.

Entrando de lleno en el terreno del Gobierno Corporativo hay que indicar que el grupo de alto nivel presidido por Jaap Winter recibía de la Comisión Europea y del Ecofin el encargo de que ampliaran sus trabajos a la revisión de los puntos relacionados con las mejores prácticas en el gobierno corporativo y en la auditoría a raíz del escándalo de Enron, y en concreto en cuatro puntos:

- El papel de los directores no-ejecutivos y supervisores.
- La remuneración del ejecutivo.
- La responsabilidad del ejecutivo sobre los estados financieros.
- Las prácticas de auditoría.

Como consecuencia de sus trabajos realizó un total de 16 recomendaciones:

- a. Relacionar las compañías que deban incluir en su memoria anual un estado coherente y descriptivo que indique los elementos de sus reglas de gobierno corporativo y las prácticas que aplican.

---

<sup>22</sup> The High Level Group of Company Law Experts. (2002). Report on a modern regulatory framework for company law in Europe. 4 de noviembre de 2002. Bruselas.

- b. Listar las compañías que deben mantener en su web información relevante de sus accionistas, reuniones, etc.
- c. Indicar las sociedades que deben explícitamente revelar a sus accionistas cómo pueden preguntar y la forma de responder a las mismas por parte de la compañía. Así como propuestas de resolución por parte de los socios sobre los derechos de los minoritarios.
- d. Facilitar el voto a distancia de los accionistas de forma electrónica.
- e. Hacer una relación de las compañías a las que se les posibilite que los accionistas ausentes puedan participar en las asambleas generales vía electrónica.
- f. Posibilitar que los poseedores de acciones residentes en otros países puedan ejercitar efectivamente sus derechos de voto.
- g. Desvelar la política de inversión de los inversores institucionales.
- h. Implementar un sistema que asegure la especial investigación de los derechos de los accionistas minoritarios.
- i. Fomentar estructuras operativas del gobierno corporativo en los dos tipos de organización del consejo de administración (un nivel y dos niveles).
- j. Hacer una lista de las empresas que serían requeridas para asegurar que el nombramiento de los directores y de los auditores de la compañía sean realmente independiente y que existan códigos o reglas en las compañías que expliquen a qué criterios se acogen para la toma de decisiones. Esto debe ser recogido en el estado de buen gobierno de la memoria anual.
- k. La remuneración de los directores se debe sustentar en los estados financieros y deben constituir un punto explícito en la junta general de accionistas. Se refiere tanto a los ejecutivos como a los no ejecutivos y a los supervisores. Igualmente se especificará todos los componentes de la remuneración total percibida o a percibir.
- l. La responsabilidad del contenido de los estados financieros de la compañía corresponde a todos los miembros del consejo. La misma se refiere tanto a los estados como a la información financiera y a la no financiera.
- m. Introducir a nivel de la Unión Europea una norma sobre tráfico (transacción) ilegal que deberían observar los directores de la compañía (y también los directores que lo son en la sombra) que permitan que la compañía continúe haciendo negocios que se prevean no se puedan pagar sus deudas.

- n. Los estados miembros determinarán sanciones adecuadas a las falsedades financieras y no financieras incluidas en los estados de las compañías. Sin embargo la Comisión revisaría si la inhabilitación del directivo pueda ser impuesta a nivel de la Unión Europea como una sanción, por falsedad financiera y por desvelar claves o secretos no-financieros o, en términos más generales, por mala gestión.
- o. La responsabilidad por la supervisión de la auditoría de los estados financieros de la compañía corresponden al comité de no-ejecutivos o supervisores que deben ser en su mayoría independientes. Esta responsabilidad atañería tanto a los aspectos internos como a los externos de la auditoría.
- p. Cada estado miembro debe designar un determinado código de gobierno corporativo que las compañías deben utilizar, o que tengan que completar. En referencia al mismo debe explicar cómo y por qué sus prácticas son diferentes. Propone el grupo de alto nivel que haya una coordinación a nivel de los distintos estados miembros.

#### **4.2.- Código de Conducta de la APIE.-**

La Asociación de Periodistas de Información Económica (APIE)<sup>23</sup> aprobaba en 1989 el Código de Conducta para sus asociados. Hay que resaltar que el mismo es nueve años anterior al primero auspiciado por el Gobierno español (Código Olivencia de 1998). Es lamentable que a pesar de que los problemas del *insider trading* eran una realidad conocida por todos, el control o intento de control por parte del ejecutivo del Estado se produzca con una década de retraso respecto a la de los periodistas económicos a través de los Códigos de Conducta. Indicar que había desde 1991 una regulación, la Ley del Mercado de Valores.

A pesar de que el Código de Conducta de APIE tiene sólo cinco puntos, su claridad y concreción son evidentes. Los reproducimos a continuación:

1. Los periodistas de información económica expondrán con objetividad e interpretarán con criterio recto los hechos que acontezcan en el ámbito de su especialidad, previa la investigación seria de los datos, el contraste de las diversas

---

<sup>23</sup> Asociación de Periodistas de Información Económica. "Código de Conducta de APIE". APIE. Abril (1989). Su elaboración estuvo bajo el asesoramiento del profesor Manuel Jiménez de Parga. Madrid.

versiones, hasta agotar en lo posible todas las fuentes disponibles, rechazando todo tipo de presiones.

2. Los periodistas de información económica se mantendrán al margen de las actividades sobre las que informan. No podrán asumir la representatividad, velar por la imagen ni hacer de portavoz de ningún organismo, sociedad o institución económica, ni de ninguno de sus directivos.

3. Los periodistas de información económica seguirán, con imparcialidad propia de observadores neutrales, la marcha de los procesos económicos y financieros, sin influir en los mismos con noticias o comentarios que beneficien intereses de personas o entidades.

4. Los periodistas de información económica podrán adquirir acciones, realizar otras inversiones u operaciones del mercado, siempre que no utilicen al efecto información confidencial o reservada, que por su trabajo profesional, hayan obtenido. Esta información tampoco la utilizarán en beneficio de terceras personas.

5. Los periodistas de información económica, cumpliendo las exigencias mínimas de su independencia, rechazarán cualquier regalo, donación, invitación sin justificación informativa o prebenda que pudieran ofrecerles los agentes de la vida económica o financiera, cuando atenten, vulneren o puedan condicionar el libre ejercicio de la profesión.

## 5. PAPEL DE LOS DISTINTOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO

En el mercado de valores actúan y se superponen autoridades políticas, emisores, intermediarios, asesores e inversores. Sus intereses y funciones son distintas y a veces pueden colisionar<sup>24</sup>. Quizás los puntos de fricción se notan más entre los emisores y operadores y gestores del mercado por un lado; entre los intermediarios e inversores finales por otro; también entre los gestores de mercado y los inversores; y por último entre los emisores y los inversores. Y por encima de todos ellos deben y tienen que estar las administraciones públicas y sus organismos de supervisión.

En el ámbito de la **Comisión Europea** se aprecia una voluntad de definir y perseguir los delitos relacionados con las cuestiones financieras, pero la limitación en la imposición de sanciones penales, que se reserva a los Estados miembros, reduce la eficacia y la eficiencia de tan nobles deseos.

A nivel nacional el seguimiento y control de las actividades de *insider trading* se encuentra en manos de la **CNMV** que al no tener capacidad sancionadora penal dificulta la aplicación de una normativa que se ha vuelto lenta, leve, laxa y por ello ineficiente. El modelo de la SEC norteamericana sería más efectivo. Ante esta realidad se ha optado en España por la autorregulación y los Códigos de Buen Gobierno.

Por su parte los **Intermediarios Bursátiles** están sometidos a una operativa que busca la transparencia y el seguimiento de las operaciones pero que no impide operaciones extrañas como las que se producen en los lotes que se negocian fuera de mercado. Aquí la solución también pasa por la autorregulación y los códigos internos.

Los **Analistas Financieros**, que muchas veces coinciden y/o pertenecen al mismo grupo que otros participantes en el mercado deberían abstenerse de recomendar operaciones con empresas de sus grupos o de otros afines o vinculados por actividades de distintos tipos. Son una pieza fundamental en todo este entramado por la confianza y objetividad que deben presidir sus actuaciones. Al final ocurre en demasiadas ocasiones que no es así y sus recomendaciones suelen llevar el mismo signo. Mantienen posturas que a veces no se entienden. No es raro ver recomendaciones muy diferentes -comprar, vender, sobreponderar, infraponderar, mantener- para un mismo valor cuando

---

<sup>24</sup> De Mora Gil-Gallardo, José Luís y Ibáñez Jiménez, Javier Wenceslao. (2002). Conductas profesionales y conflictos de intereses en el mercado de capitales. Capítulo del libro *Ética y Mercado de Valores*. Marcial Pons. Páginas 119-130. Madrid.

teóricamente la información de la que disponen todos es la misma y a todos se le supone la pericia profesional suficiente. Muchas veces sus recomendaciones no permiten al inversor conseguir la rentabilidad media de títulos del Ibex-35. Aquí todo se deja a las regulaciones internas.

Los **Emisores** son considerados por algunos la pieza fundamental en todo este entramado y engranaje de intereses. Y todos estarán de acuerdo en el hecho de que las relaciones entre los emisores (empresas cotizadas) y los inversores son fundamentales. Tengamos en cuenta que las decisiones de los inversores se sustentan en la formación de unas perspectivas de precio para los títulos que quieren comprar y vender. En ese proceso se inscribe la información que emana de las propias empresas y que influirán en la acción de comprar-mantener-vender<sup>25</sup>. La estrategia de comunicación de información relevante hacia los inversores y al mercado en general deberá tener presente los siguientes principios:

A) Actualización sistemática del *equity story*.

B) Consistencia y unicidad del mensaje.

C) Determinación del sujeto, objeto, tiempo, lugar y forma idóneos de la comunicación.

D) Frecuencia, segmentación y anticipación de la comunicación.

En la medida en que funcionen estas relaciones entre emisores e inversores a través del departamento correspondiente, la compañía está creando valor que será tomado en clave positiva por el potencial inversor. Dicho con otras palabras la transparencia y la ética crean valor.

Pueden surgir problemas en estas relaciones institucionales emisor-inversor. La consecuencia es el diferencial entre la percepción del mercado y la percepción interna del valor de la compañía. Y se manifiesta cuando la información es insuficiente, llega tarde, no reacciona rápida y correctamente ante determinados problemas de la compañía, del sector o del mercado; cuando se percibe falta de credibilidad en el mensaje y/o en la información; cuando los métodos de valoración son superficiales o poco consistentes; cuando la compañía enfoca mal el destinatario y/o la información.

Pero hay otro problema relacionado con la información emisor-inversor cuando las cuentas de la compañía difieren de su cotización. Aquí hay que ser muy cauteloso, muy

---

<sup>25</sup> Blanco Bermúdez, Francisco e Ibáñez Jiménez, Javier Wenceslao. (2002). La ética en el ámbito de las relaciones entre emisores e inversores. Capítulo del libro *Ética y Mercado de Valores*. Marcial Pons. Páginas 155-178. Madrid.

preciso y muy ético para explicar lo que pasa en la empresa. Si no se hace estaríamos ante un valor especulativo con graves consecuencias para las empresas y para los propios inversores.

Esto no se puede improvisar. Tiene que haber una cultura interna que entienda que este tipo de comunicación es necesario. Tiene que haber una implicación de toda la compañía a todos los niveles. Al frente del departamento de relaciones con los inversores deben estar personas capacitadas y con *feeling*. El mismo debe tener el apoyo y los medios suficientes. Se debe planificar sus actuaciones. Se debe fomentar el diálogo. Se debe acceder al inversor a través de diferentes medios. Las relaciones con los analistas, periodistas económicos, intermediarios, etcétera deben ser periódicas, honestas y con *feed-back*. Se debe estar abierto a cualquier cambio o contingencia y actuar con flexibilidad. No se deben usar los medios de comunicación vía patrocinios y/o publicidad como altavoz de intereses que colisionen con los de los inversores.

Por último hablar de Internet como una herramienta importantísima. No debe ser sólo el lugar donde se cuelguen fotocopias o copias de información suministrada a otros colectivos. Debe ser realmente interactivo debe incluir estudios y análisis variados, debe informar de la empresa, pero sin caer en la autocomplacencia, ... y debe ser el lugar donde la empresa reconozca sus errores y donde conocer sus alternativas.

Las empresas e instituciones suelen contar con medios para luchar contra los fraudes tradicionales en el interior de las mismas<sup>26</sup> al ser reconocido como tales. No obstante existen otros comportamientos indebidos que, generalmente, no se suelen considerar a pesar de los daños que causan. Tal es el caso de trabajar con un rendimiento inferior al normal; aprovecharse de la confianza de jefes y/o compañeros para lucrarse; pluriempleo; aceptar sobornos para conseguir permisos, concesiones, etc.; usar información privilegiada; ...

Aunque no se tenga conciencia de ello, las empresas deben tener en cuenta que estas actuaciones son un fraude en mayor o menor grado, y como tal se deberían erradicar. Y en ese cometido tiene un papel importante la existencia de controles internos, y que los trabajadores lo sepan. Pero el sistema falla, lo que impide erradicar las prácticas lesivas para las empresas realizadas por sus propios operarios incluidos, sus ejecutivos.

Otro papel es el que pueden desarrollar las auditorías externas, aunque dicho sea, su grado de efectividad es bajo, y ello porque:

---

<sup>26</sup> Fernández-Sanguino Fernández, Julio. (2001). "La ética y los controles en las empresas". Papeles de Ética, Economía y Dirección. Número 6. Madrid.

- a. Revisa la contabilidad de forma parcial (no exhaustiva a la totalidad de las cuentas).
- b. Es de carácter anual, aunque algunas auditoras prestan otros servicios profesionales a las sociedades.
- c. Su objetivo es cumplir con lo que marca la ley y no con lo que beneficia a la empresa. Aquí, con el último código español, se introduce la necesidad de que el auditor informe al consejo de administración de los riesgos para la empresa que han detectado en sus trabajos. No están obligados los auditores a denunciar las irregularidades que detecten directamente ante la Administración Pública.
- d. Son caras, con lo que algunas empresas puedan optar por minimizar sus costes.

Por ello hay quienes defienden el papel de la Auditoría Interna, al poder encargarse de más asuntos además de los contables; ser continua; ser independiente de los requisitos legales; poder aportar ideas para la mejora de los controles internos; y el coste ya está incluido en la cuenta de resultados. Su gran problema está en que los ejecutivos de la compañía no le den plenos poderes, o poderes suficientes a los auditores internos, y no se les permita abarcar todas las facetas de la empresa y actuar independientemente. No obstante el último código español sienta las bases para un mayor protagonismo de la auditoría interna.

Luchar contra la corrupción, a menos en España, es luchar contra una forma de actuar que no está mal vista por la sociedad, sino incluso bien. También hay que decir que el objetivo tiene que ser eliminar la corrupción, no reducirla. Dicho en otros términos, las empresas deben hacer una apuesta clara, decidida y total contra estas prácticas.

Y cruzando el Atlántico la Comisión Treadway, sobre información privilegiada en Estados Unidos, ponía de manifiesto que “el entorno corporativo tiene una importancia capital en la prevención del Fraude Contable”. Y se sustenta en el hecho de que si se trata el problema de forma laxa, en un ambiente relajado y poco ético en la sociedad y en la alta dirección de la propia empresa, será difícil que impregne a toda la organización<sup>27</sup>.

A los miembros del consejo de administración hay que exigirles actuaciones que no vayan encaminadas a su brillo y enriquecimiento personales, sino a la mejora de la empresa. Expresiones como audaz, mago de las finanzas; tiburón de los negocios,

---

<sup>27</sup> Monterrey Mayoral, J. (1988). “El informe de la Comisión Treadway sobre la información financiera fraudulenta en Estados Unidos. Técnica Contable. Noviembre 1988. Página 511. Madrid.

empresario del año; equipo homogéneo; rey Midas; visión en momentos turbulentos; ... pueden encubrir simple y llanamente fraude a sus propias empresas.

Se suele manifestar en la elección de consejeros amigos camuflados de independientes, negocios con empresas amigas cuando no familiares, inversiones y operaciones de compras de dudosa utilidad y rentabilidad, escindir una empresa entre otras varias, unir varias empresas filiales en un holding, etc. Y lo último, guardar en un cajón informes de auditoría y control interno que dejan al descubierto determinadas actuaciones.

Quizás los códigos de buen gobierno pueden ser un buen camino. Pero su voluntariedad y su cumplimiento parcial, descafeinado, encubierto e interesado reducen de forma importante su utilidad.

Semejantes consideraciones podrían hacerse de los códigos externos, sectoriales y profesionales. Porque el problema es que si las personas que ordenan la redacción de los códigos y su aplicación no tienen intención, ni interés real para acabar con el problema, la situación no se reconducirá. Los códigos no profundizarán todo lo posible, y se desconoce cómo se aplicarían.

¿Qué hacer?

Llevar comportamientos deshonestos a la ley es muy complejo no porque no entendamos que sean deshonestos sino porque es difícil definirlos. Hay un dicho de que en España hay “mucho fraude y poca cárcel”.

Todos los esfuerzos son pocos para combatir este fraude en las empresas. Por ello se debería:

- Reforzar los controles internos, con una comisión de auditoría interna fuerte.
- Tener una política de personal adecuada y continuada en el tiempo.
- Erradicar la corrupción a todos los niveles.
- Perseguir la gestión no diligente.
- Implantar códigos de conducta específicos y obligatorios.
- Aplicar las normas de forma ejemplar.
- Y, aunque no se diga, transparencia e información suficiente, útil y permanente.

Y todo ello porque “la ética no se puede positivizar”.

## 6. ACUERDOS DE COLABORACIÓN ENTRE ORGANISMOS SUPERVISORES

Con el nuevo siglo se está explorando y desarrollando a nivel nacional e internacional los acuerdos de colaboración (*Memorandums* de entendimiento en el caso de la CNM)<sup>28</sup>. En el contexto europeo destacamos una serie de documentos. El primer paso reseñable lo da el Comité Europeo de Reguladores del Mercado<sup>29</sup> con un documento fechado el 26 de enero de 1999 en París en el que se recoge el punto de partida para actuaciones de intercambio de información y ayuda mutua en la materia.

En 2006 este mismo organismo, junto a la SEC, traza su plan de trabajo sustentado en tres columnas: Implementación de las normas IFRS y las GAAP para la actividad internacional de los inversores; modernización de los informes financieros; y discusión de los riesgos de las prácticas de gestión<sup>30</sup>.

Desde el Consejo de la Unión Europea se llega en 2008 a un acuerdo de cooperación entre las autoridades supervisoras, los bancos centrales y los ministros de finanzas de la UE para lograr una estabilidad financiera transfronteriza<sup>31</sup>.

En esa línea, en el año 2013 se llega al Acuerdo Multilateral de IOSCO sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información<sup>32</sup>. Se ve reforzada con la resolución 1/2014 Multilateral de Entendimiento referente a la consulta y Cooperación y el Intercambio de Información. A esta ya se habían adherido 103 miembros.

En la esfera nacional, la CNMV, ha alcanzado diferentes acuerdos con distintas autoridades reguladoras del mundo. En la actualidad (diciembre de 2015) existen acuerdos con 25 países: Alemania, Argentina, Austria, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Emiratos Árabes Unidos, Estados Unidos (SEC y CFTC), Francia, Hong Kong, Italia, México, Panamá, Perú, Portugal, República Checa, Rumanía y Taipei.

---

<sup>28</sup> Para una información detallada ver el siguiente enlace de la CNMV, <https://www.cnmv.es/Portal/Legislacion/MOUS.aspx>. Madrid.

<sup>29</sup> Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities. The Committee of European Securities Regulators. 26 de junio de 1999. París.

<sup>30</sup> CESR-SEC Work Plan. The Committee of European Securities Regulators. 2 de agosto de 2006. Bruselas

<sup>31</sup> Memorandum of Understanding on Cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union. On cross-border Financial Stability. 1 de junio de 2008. Bruselas.

<sup>32</sup> El documento es de abril de 2013, pero ya había sido rubricado por 94 jurisdicciones nacionales desde 2002.

## 7. MEDIDAS EFICIENTES PARA ACOTAR EL DELITO DE INICIADOS

Quizás habría que ser más modestos y deberíamos hablar de algunos instrumentos para incentivar la actuación ética en los mercados de valores. Esa es la opinión de Juan Fernández-Armesto ex responsable de la CNMV<sup>33</sup>. Habla de los códigos de conducta internos, de la transparencia y publicidad de sus actos y de la presión de los inversores. Esta trilogía de medidas muestran una candidez extrema y se deberían convertir en medidas más enérgicas: Códigos de Buena Conducta externos y de obligado cumplimiento; más peso de los informes de gestión, de las decisiones de los consejos de administración y más profundidad de los informes de auditoría; procesos penales rápidos basados en una legislación más clara y menos condescendiente.

La Ley del Mercado de Valores recoge una serie de normas de conducta del mercado y busca introducir la ética y su objetivo no es otro que la tutela<sup>34</sup> de los intereses de los que acuden al mercado y la transparencia de la información divulgada. Al mismo tiempo pretende la eficiencia en la formación de los precios. Y aquí entran las incógnitas: cómo se supedita el interés del inversor al interés del emisor, o si se da transparencia a acuerdos que tengan que ver con las estrategias de las empresas, la competencia o el interés de la economía nacional. Y para terminar, las posibles incompatibilidades de normativas a escala nacional, europea o internacional. O matizando lo anterior, las diferentes normativas y sus transposiciones no garantizan el mismo tratamiento en todos los países. Pero se debería ver la apuesta por la transparencia desde la óptica de la igualdad de oportunidades de los inversores a la hora de actuar.

Existen formas teóricas de dificultar el abuso de información privilegiada en la operativa de los mercados de valores. Una de ellas debe ser el secreto de la información reservada; la implantación de las denominadas de ‘murallas chinas’ en empresas que concentran diferentes fases de la operativa financiera y bursátil; y además la

---

<sup>33</sup> Fernández-Armesto Fernández-España, Juan. (2002). La ética en los mercados de valores, problema crucial de las sociedades y sistemas capitalistas contemporáneos. Capítulo del libro *Ética y Mercado de Valores*. Marcial Pons. Páginas 20-23. Madrid.

<sup>34</sup> Ibáñez Jiménez, Javier Wenceslao. (2002). La ética en los mercados de valores, problema crucial de las sociedades y sistemas capitalistas contemporáneos. Capítulo del libro *Ética y Mercado de Valores*. Marcial Pons. Páginas 35-38. Madrid.

transparencia en la comunicación de información relevante<sup>35</sup>. No estamos ante un problema de fácil solución. Pero sí se puede limitar, y en cualquier caso dificultar su desarrollo. Una de esas medidas debe ser la colaboración internacional. Esto no es algo reciente sino hace ya más de dos décadas que se conocen medidas de este tipo.

Así, el artículo 10 de la Directiva del Consejo de la CEE de 13 de noviembre de 1989 sobre coordinación de las normativas relativas a operaciones con información privilegiada recoge que los Estados miembros garantizarán la cooperación necesaria para el cumplimiento de su objetivo<sup>36</sup>. Hay que reconocer que la administración norteamericana y la propia SEC son mucho más serias y contundentes en el tratamiento del *insider trading*. Sus disposiciones y sus presiones se plasmaron en medidas adecuadas, y esto es una constante en su actuación.

Una de ellas es el acuerdo de asistencia mutua celebrado por la COB francesa y la SEC norteamericana, recogido en el número 231 de Bulletin COB (diciembre 1989)<sup>37</sup>. El mismo recogía tres documentos. El primero contemplaba consultas entre ambas instituciones en especial en los casos que afectan a la regularidad y a la integridad de los mercados y de las operaciones. El segundo, consiste en una declaración relativa al establecimiento de un cuadro de consultas entre la SEC y la COB y reconoce la importancia de una estrecha cooperación para garantizar la aplicación y el respeto de las leyes en materia de valores mobiliarios en sus respectivos países. El tercer y último documento, “Texto del Acuerdo de Asistencia Mutua entre la COB y la SEC” es una consecuencia del desarrollo de actividades internacionales en la materia. A modo de resumen se puede decir que la creciente internacionalización de los mercados de valores obliga a crear mecanismos de supervisión integrados porque el respeto a la normativa interna de cada mercado de valores es impensable sin lograr el respeto a las reglas comunes en el mercado internacional de valores.

Desde las autoridades británicas de supervisión de actividades relacionadas con el *insider trading* se pone el dedo en lo que tradicionalmente ha considerado la principal debilidad en la lucha contra este tipo de delito: Adecuada definición del mismo y una normativa clara y eficaz. Y ponen como modelo y pauta a seguir a Estados Unidos

---

<sup>35</sup> Zunzunegui Pastor, Fernando. (2002). Abuso de Mercado Ética y Mercado de Valores. Marcial Pons. Páginas 143-147. Madrid.

<sup>36</sup> Tapia Hermida, Alberto Javier. (1990). “Proyecto de Ley estadounidense sobre cooperación internacional en materia de mercado de valores”. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Año XI. Número 42. Páginas 495-497. Madrid.

<sup>37</sup> Tapia Hermida, Alberto Javier. (1990). “Acuerdo de asistencia mutua celebrado por la COB francesa y la SEC norteamericana”. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Año X. Número 38. Páginas 465-467. Madrid.

donde la persecución y condena de estas actividades son muchas y demuestra su efectividad<sup>38</sup>.

Pero no basta con esto, hay que dar más pasos y ya en 1988 en Estados Unidos se empezó a legislar en materia de responsabilidad civil de los intermediarios, porque habían detectado que existían defectos y lagunas en la separación del flujo de información en el interior de las empresas dedicadas a la intermediación. Los códigos de conducta y las ‘murallas chinas’ empezaron a ser motivo de estudio. Con ello se buscaba proteger a los inversores. Pero estamos hablando del año 1988, hace 28 años. Parece que la fórmula no ha funcionado<sup>39</sup>.

No podemos olvidar el papel decisivo que puede jugar, si quiere, el consejo de administración. Juan Miguel Antoñanzas se identifica con el Código Cadbury de buenas prácticas<sup>40</sup> y propone, entre otras cosas:

- El consejo debe reunirse periódicamente, ejercer un control pleno y eficaz sobre la empresa y supervisar la gestión.
- Debe haber un reparto claramente aceptado de responsabilidades, al más alto nivel empresarial, que garantice el equilibrio de poder y autoridad y no permita que ningún individuo posea un poder de decisión omnímodo.
- La mayoría de los consejeros no directivos deben ser independientes de la gestión y no estar vinculados a la sociedad a través de cualquier negocio.
- El consejo garantizará el mantenimiento de una relación objetiva y profesional con los auditores.
- El consejo creará un Comité de Auditoría formado por al menos tres consejeros no directivos y les dará por escrito sus atribuciones en las que figurarán claramente su autoridad y deberes.
- Los consejeros explicarán sus responsabilidades en la declaración de cuentas en documentos que adjuntarán al escrito de los auditores sobre sus responsabilidades en los informes financieros.

---

<sup>38</sup> Tapia Hermida, Alberto Javier. (1990). “Acuerdo de asistencia mutua celebrado por la COB francesa y la SEC norteamericana”.Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Año X. Número 39. Páginas 722-724. Madrid.

<sup>39</sup> Tapia Hermida, Alberto Javier. (1989). “Acuerdo de asistencia mutua celebrado por la COB francesa y la SEC norteamericana”.Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Año IX. Número 33. Páginas 205-206. Madrid.

<sup>40</sup> Antoñanzas Pérez-Egea, Juan Miguel. (1979). Futuro del Consejo de Administración en España. Capítulo dentro de la obra Los consejos de administración españoles en una economía globalizada. Círculo de Empresarios. Boletín 62. Páginas 93-97. Madrid.

- Los consejeros informarán sobre la eficacia de los sistemas de control interno de la empresa.
- Los consejeros informarán sobre la solidez de la empresa, aportando la necesaria documentación que avale sus estimaciones.

Tradicionalmente la legislación española en la materia ha adolecido de no pocas debilidades<sup>41</sup>, falta de concreción y de profundización y resolución del problema:

- a. Faltan normativas legales que le den respaldo a los códigos de buena conducta.
- b. No se tiene en cuenta las especiales características de las sociedades cotizadas.
- c. Los miembros del consejo no representan a todos los accionistas.
- d. No codifica los deberes fiduciarios de lealtad y defensa del interés social de los administradores y accionistas significativos.
- e. El blindaje resta eficiencia y transparencia y sólo sirve para autoproteger a los ejecutivos.
- f. Gestión de la autocartera.
- g. Memorias manifiestamente mejorables cara a la información y transparencia a socios, inversores y público en general.
- h. Dificultad para llegar al 5% para que los minoritarios hagan valer sus derechos.
- i. Revitalizar la Junta General y presencia en las mismas de los auditores para que den explicaciones.
- j. Mayor actividad de los denominados inversores institucionales.

A la vista de lo anterior se debería ir a unos consejos de administración<sup>42</sup> donde existan un liderazgo en la estrategia corporativa; donde se vigile de forma activa y efectiva a la dirección; donde exista independencia; donde se tutele la función de auditoría; donde se controle el nombramiento de los consejeros; donde exista una responsabilidad real frente a los accionistas y la sociedad; y donde se dé una autoevaluación periódica.

Existe otra herramienta muy útil para evitar o limitar el uso de información privilegiada. Nos referimos a Internet<sup>43</sup> por su enorme facilidad y rapidez puede llegar a una gran cantidad de personas en tiempo real. Es su gran ventaja. Otras puede ser el bajo coste frente a otras formas de divulgar información de las empresas y del mercado, la

---

<sup>41</sup> Fernández-Armesto, Juan y Hernández, Francisco. (2000). Conclusiones del seminario de la Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales sobre “El Gobierno de las sociedades cotizadas: Situación actual y reformas pendientes”. 21 de junio de 2000. Páginas 12-14. Madrid.

<sup>42</sup> Salas Fumás, Vicente. (2002). “El gobierno de las empresas”. Colección Estudios Económicos. Número 29. La Caixa. Páginas 149-150. Barcelona.

<sup>43</sup> Código de Buenas Prácticas para la divulgación de Información Financiera en Internet. (2002). AECA. Páginas 9-14. Madrid.

actualización de la misma, su cantidad, la posibilidad de que se cree una interrelación empresas-usuarios, etc. En el lado negativo hay cuestiones de carácter técnico y el hecho de que la empresa emisora de la información es la que determina lo que es ‘colgable’ en la red y lo que no lo es, salvo que el organismo supervisor obligue en otro sentido. Además está el efecto de saturación informativa y su disposición asequible y útil para los usuarios.

AECA realiza una serie de recomendaciones para que la información recogida en Internet sea de interés para inversores, accionistas y público en general:

- a. Contenidos mínimos: Los determinados por la CNMV y la información a depositar en el Registro Mercantil.
- b. Responsabilidad: Es total de la empresa.
- c. Identificación: Debiera estar en la página inicial bajo una rúbrica clara (información financiera, información al inversor, información para el accionista, etc.).
- d. Reciprocidad: La información debe ser la misma que la suministrada en otros formatos.
- e. Otra Información: Suplementaria, resúmenes y datos desagregados.
- f. Auditoría: Deberá estar perfectamente identificados y separados los estados financieros auditados, de los que no lo están.
- g. Principios Contables: Tendrán que estar identificados de forma inequívoca los principios utilizados en cada estado financiero.
- h. Fuentes de Información: Perfecta identificación de las mismas.
- i. Idiomas: Sería conveniente en aquellos que sean oficiales en los países en los que opera. En cualquier caso en español e inglés.
- j. Accesibilidad: La página debe ser navegable para cualquiera incluso para aquellas personas con algún tipo de limitación.
- k. Actualización: Deberá consignar la fecha en la que se cuelga la información. La actualización debe ser razonablemente frecuente.
- l. Facilidad: El contenido se deberá bajar y utilizar de forma sencilla.
- m. Seguridad: Con ello se buscará que no sea fácil la manipulación de la información colocada en la web.
- n. Enlaces: A aquellas páginas de utilidad para el inversor y/o accionista.
- o. Errores: Cuando los detecte la empresa, o sea informado de ello, deberán ser subsanados a la mayor brevedad posible.

- p. Contacto: Se deberá incluir una dirección de correo para que el visitante pueda recabar información, aclaraciones, etc. de lo recogido por la página web de la empresa.

## 8. CONCLUSIONES

Del contenido de este capítulo, y en especial de la regulación internacional, de los códigos de buen gobierno y de las medidas que se están tomando a nivel internacional, y muy especialmente los pasos que se están dando de colaboración entre organismos reguladores y supervisores en todo el mundo, recogemos las siguientes conclusiones referidas a los Códigos de Buen Gobierno.

- Falta regulación y control suficiente de actividades claves como son: Auditoría, Analistas, Empresas de Calificación y Medios de Comunicación. Los primeros pasos se están dando con los códigos internos de buena conducta; a nivel internacional con diferentes legislaciones y en España con las nuevas leyes de sociedades y de la auditoría.
- Se debe mejorar la rapidez y los procedimientos penales, y que esta normativa tenga carácter preventivo más que punitivo.
- La forma de afrontar la regulación de este fenómeno varía de un país a otro, echándose de menos una regulación global efectiva. Esto provoca la falta de efectividad de la lucha contra este delito. En la última década se han intensificado los contactos y la colaboración entre los diferentes gobiernos, organismos internacionales y los órganos supervisores colaboran a diario a través de instrumentos como los *memorandums* (España tiene firmado gran número de ellos con la casi totalidad de países desarrollados, y con otros).
- Los Códigos de Conducta o de Buen Gobierno son una alternativa poco efectiva por su voluntariedad; aunque la entrada en vigor del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas obliga a justificar su no aplicación.
- Los organismos supervisores deben tener mucho más poder, la SEC norteamericana puede ser una buena referencia.
- La colaboración entre organismos supervisores constituye una línea de actuación adecuada y recomendable.

En esa misma línea, y tras lo recogido a lo largo de este libro, proponemos las siguientes acciones:

- A. Los códigos deben ser obligatorios, promulgados por el Estado y nunca por las propias empresas.
- B. Reforzar el papel de la CNMV.

C. Control de las actividades de auditores, analistas, sociedades de calificación y periodistas económicos, en los casos de *insider trading*.

D. Intensificar la colaboración internacional mediante acuerdos entre los entes supervisores.

## **BIBLIOGRAFÍA UTILIZADA Y RECOMENDADA**

### **Libros:**

AECA. (2002). Código de Buenas Prácticas para la divulgación de Información Financiera en Internet. AECA. Madrid.

Alcaraz Varó, Enrique y Hughes, Brian. (1997). Diccionario de términos económicos, financieros y comerciales. Ariel Referencia. Barcelona.

Asociación de Periodistas de Información Económica. “Código de Conducta de APIE”. APIE. Abril (1989). Madrid.

Australian Securities & Investments Commission. (2014). Report 387. Penalties for corporate wrongdoing. Marzo 2014. Victoria.

BOE. (2014). Código Penal y Legislación complementaria. Códigos electrónicos. Edición actualizada a 25 de julio de 2014. Madrid.

BOE. Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código Penal. Madrid.

BOE. Ley Orgánica 15/2003 de 25 de noviembre. Madrid.

BOE. Ley 31/2014 de 3 de diciembre por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital. Madrid

Bolsa Nacional de Valores, SA. Compendio de la Normativa de la Bolsa Nacional de Valores. Abril de 2006. San José de Costa Rica.

Código Hampel. (1998). Enero 1998. Londres.

Committee of European Securities Regulators (CSR). (1999). Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities. 26 de junio de 1999. Paris.

Committee of European Securities Regulators (CSR) y Securities and Exchange Commission. (SEC). (2006). Work Plan. 2 de agosto de 2006. Paris.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (CNMV). (2006). “Informe del grupo de trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas”. 19 de mayo de 2006. Madrid.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. CNMV. (2006). “Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas”. Madrid.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. CNMV. (2015). “Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas”. Madrid.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. CNMV. (2007). “Informe Anual 2006. Sobre los mercados de valores y su actuación”. Página 156. Madrid.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. CNMV. “Acuerdos de colaboración”. Portal [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es). Madrid.

Comissao de Valores Mobiliários (CVM). (2002). Recomendacoes da CVM sobre Governança Corporativa. CVM. Junio de 2002. Río de Janeiro.

CMVM. Legislação publicacoes. Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas. Lisboa.

Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. Grupo Consultivo Especial de Expertos en requisitos de transparencia y publicación de información para el buen gobierno de las empresas. (2002). Requisitos de Transparencia y publicación de informes para el buen gobierno de las empresas. 25 a 27 de septiembre de 2002. Ginebra.

Diario Oficial de la Unión Europea. (1999 a 2014). Legislación diversa. Madrid.

European Union. (2008). Memorandum of Understanding on Cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union. Junio de 2008. Bruselas.

German Panel on Corporate Governance. Code of Best Practice for German Corporate Governance. (La traducción literal sería Código para las mejores prácticas para el gobierno de las empresas alemanas). (2000). Frankfurt.

Gómez-Bezales, Fernando. (2001). Ética, Economía y Finanzas. Gobierno de La Rioja. Logroño.

Institute of Chartered Accountants in England & Wales. (1999). Internal Control. Guidance for Directors on the Combined Code. Londres.

International Organization of Securities Commissions (2003). Insider Trading. How jurisdictions regulated it. Marzo 2003. Madrid.

Joint Committee on Corporate Governance. (2001). Beyond Compliance: Building a Governance Culture. Noviembre 2001. Toronto.

Martínez-Buján Pérez, Carlos. (1999). Derecho Penal Económico. Parte Especial. Tirant Lo Blanch. Valencia.

Martínez Martínez, María Teresa. (1999). El derecho de información del accionista en la sociedad anónima. Mc Graw Hill. Madrid.

New York Stock Exchange (NYSE) (2002). Corporate Governance Rule Proposals reflecting recommendations from the NYSE. Corporate Accountability and Listing Standards Committee as approved by the NYSE Board of Directors. 1 de agosto de 2002. New York.

OCDE. Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades. OCDE. (1999). París.

Rapport du Comite sur le gouvernement d'entreprise. Mas conocido como Informe Vienot en honor a su presidente M. Marc Vienot. Paris.

Securitie and Exchange Commission. (SEC). 17 CFR PART 201. Resolución de 27 de febrero de 2013. Washington.

Securitie and Exchange Commission. (SEC). Strategic Plan Fiscal years 2014-2018. Protecting Investors, maintaining fair, orderly, and efficient markets, and facilitating capital formation. Washington.

Senado de la República de Italia. (2012). “La reforma europea della disciplina degli abusi di mercato: La posizione della Consob. 13 de junio de 2012. Roma.

Tamames, Ramón y Gallego, Santiago. (1994). Diccionario de Economía y Finanzas. Alianza Editorial, Central Hispano y Ciencias de la Dirección. Madrid.

Technical Committee of the International Organizational of Securities Commissions. (2002). “Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities”; “Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor’s Independence” y “Principles for Auditor Oversight”. IOSCO. October 2002. Madrid.

The High Level Group of Company Law Experts. (2002). Report on a modern regulatory framework for company law in Europe. 4 de noviembre de 2002. Bruselas.

Varios. (2002). Ética y Mercado de Valores. Marcial Pons. Madrid.

Wallace, Michael J. and Flynn, Patrick J. (1985). Collins Business English Dictionary. London and Glasgow.

## **Artículos:**

Antoñanzas Pérez-Egea, Juan Miguel. (1979). Futuro del Consejo de Administración en España. Capítulo dentro de la obra Los consejos de administración españoles en una economía globalizada. Círculo de Empresarios. Boletín 62. Madrid.

Fernández-Armesto, Juan y Hernández, Francisco. (2000). Conclusiones del seminario de la Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales sobre “El Gobierno de las sociedades cotizadas: Situación actual y reformas pendientes”. 21 de junio de 2000. Páginas 1-3 y 4-6. Madrid.

Fernández-Sanguino Fernández, Julio. (2001). “La ética y los controles en las empresas”. Papeles de Ética, Economía y Dirección. Número 6. Madrid.

Ferruz Aguado, Luis y otros. (2010). “Códigos de Buen Gobierno: Un análisis comparativo. Especial incidencia en el caso español”. Aposta, Revista de Ciencias Sociales. Número 46, julio, agosto y septiembre 2010. ISSN 1696-7348. Madrid.

Monterrey Mayoral, J. (1988). “El informe de la Comisión Treadway sobre la información financiera fraudulenta en Estados Unidos. Técnica Contable. Noviembre 1988. Página 511. Madrid.

Mora del Río, Francisco José. (1988). “El *Insider Trading*. Delito con la nueva Bolsa”. Boletín de Estudios Económicos. Volumen XLIII. Abril 1988. Número 133. Bilbao.

Organismo Supervisor del Mercado de Capitales de Chile. (1999). Documento presentado en el I Curso de Regulación y Supervisión de Mercados Sudamericanos de Valores. Bolivia. 11-15 de octubre de 1999.

Salas Fumás, Vicente. (2002). “El gobierno de las empresas”. Colección Estudios Económicos. Número 29. La Caixa. Páginas 112-153. Barcelona.

Tapia Hermida, Alberto Javier. (1989). “Acuerdo de asistencia mutua celebrado por la COB francesa y la SEC norteamericana”. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Año IX. Número 33. Páginas 205-206. Madrid.

Tapia Hermida, Alberto Javier. (1990). “Acuerdo de asistencia mutua celebrado por la COB francesa y la SEC norteamericana”. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Año X. Número 38. Madrid.

Tapia Hermida, Alberto Javier. (1990). “Acuerdo de asistencia mutua celebrado por la COB francesa y la SEC norteamericana”. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Año X. Número 39. Madrid.

Tapia Hermida, Alberto Javier. (1990). “Proyecto de Ley estadounidense sobre cooperación internacional en materia de mercado de valores”. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Año XI. Número 42. Madrid.

