

**El Gobierno
Corporativo
en Iberoamérica**

Edición y Producción

Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV),
c/ Edison, nº 4, segunda planta (28006 Madrid). Tef.: 34 91 585 09 01;
Fax: 34 91 585 16 41; E-mail: acf@iimv.org; Web: www.iimv.org

Maquetación e impresión:

CYAN, Proyectos Editoriales, S.A.

Relación de autores

Elvira María Mercedes Schamann

Secretaria General de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB)

Jaime Ponce Huerta¹

Director General del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)

Maria Clara Oliveira Ribeiro Troncoso

Asesora del Directorio. CVM de Brasil

Oscar Rawlins

Jefe de la Unidad de Normativa y Asuntos Internacionales. SMV de Panamá

Carlos Rivero

Superintendente Adjunto de Investigación y Desarrollo. SMV del Perú

Nabil Miguel

Socio del Estudio Jurídico Miguel & Miguel

Maria Luisa Streb

Subgerente a/c de Asuntos Internacionales. CNV Argentina

Marissa Reichberg Steinberg

Abogado-Fiscalía de Valores. SVS de Chile

Sandra Paredes

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

Andrés Oneto

Ejecutivo Principal/Dirección de Políticas Públicas y Competitividad. CAF-banco de desarrollo de América Latina

Carlos Barsallo

Socio, Riesgo, ética e independencia, Deloitte Consultores, Panamá

Ángel Pedro Domínguez

Técnico del Departamento de Informes Financieros y Corporativos. CNMV de España

Sergio Rodríguez

Técnico del Departamento de Informes Financieros y Corporativos. CNMV de España

1. En el momento de su colaboración en este trabajo, Jaime Ponce era Subdirector General de Legislación y Política Financiera de la Secretaria General del Tesoro y Política Financiera de España. Ministerio de Economía y Competitividad

Fernando Vives
Abogado. Garrigues

Arnau Tapias
Abogado. Garrigues

Javier Ybáñez
Abogado. Garrigues

Santiago Cuadra
Secretario General. IIMV

Amparo Marián
Asesora Técnica. IIMV

Óscar Arrús
Abogado. Garrigues

Pedro Portellano
Abogado. Garrigues

Camilo Gantiva
Abogado. Garrigues

Paola Gutiérrez Velandía
Directora de Georgeson para España y Latam

Ramón Abella Rubio
Socio de PwC

Rafael Moreno Prieto
Director de Cumbria FSC

Carlos Ramirez Elizondo
Director General Adjunto de Cumplimiento de Regulación Bursátil. CNBV de México

Colaboradores

Paulino García Suárez

Ex Director de Informes Financieros y Corporativos. CNMV de España

Gonzalo Bravo Salas

ASFI de Bolivia

Luz Stella Sánchez

Superintendencia Financiera de Colombia

Ana Cecilia Quintero

Superintendencia Financiera de Colombia

Rosita Esther Barrios Figueroa

Superintendencia Financiera de Colombia

Rodrigo Segura

Superintendencia General de Valores de Costa Rica

Virginia Villacis

Superintendencia de Compañías y Valores de Ecuador

Miguel Eduardo Serafin Flamenco

Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador

José Sanz de Gracia

Subdirector de Informes Financieros y Corporativos. CNMV de España

Lena Yantuche

Registro del Mercado de Valores y Mercancías de Guatemala

Oscar Alejandro Guerrero Amaya

Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras

Julio Rolando Britos Suarez

Comisión Nacional de Valores de Paraguay

Liliana Gil Vásquez

SMV del Perú

Daniel García López

SMV del Perú

Silvia Sotomayor

SMV del Perú

Gabriela Figueiredo Dias

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de Portugal

Olga Nívar

Superintendencia de Valores de República Dominicana

Rosario Soares Netto

Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central de Uruguay

María Cristina Defrieri

FIAB

Socorro Pardo Martínez

FIAB

Nuestro agradecimiento a los funcionarios de las siguientes Instituciones participantes

- Comisión Nacional de Valores de Argentina
- Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero de Bolivia
- Comissão do Valores Mobiliários de Brasil
- Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
- Superintendencia Financiera de Colombia
- Superintendencia General de Valores de Costa Rica
- Superintendencia de Compañías y Valores de Ecuador
- Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador
- Comisión Nacional del Mercado de Valores de España
- Secretaría General del Tesoro y Política Financiera de España
- Registro del Mercado de Valores y Mercancías de Guatemala
- Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México
- Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá
- Comisión Nacional de Valores de Paraguay
- Superintendencia del Mercado de Valores de Perú
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de Portugal
- Superintendencia de Valores de República Dominicana
- Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central de Uruguay

y por su colaboración especial a la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID), la CAF-banco de desarrollo de América Latina, la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB) y a Garrigues Abogados.

Índice

PRÓLOGO15

María Elvira Rodríguez Herrer

Presidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España

I. PARTE INTRODUCTORIA 17

CAPÍTULO 1. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES IBEROAMERICANOS EN LA ÚLTIMA DÉCADA 19

Elvira María Mercedes Schamann

Secretaria General de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB)

- 1. INTRODUCCIÓN..... 21
- 2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE 21
- 3. MERCADOS DE RENTA FIJA..... 35
- 4. MERCADOS DE DERIVADOS..... 38
- 5. OTROS MERCADOS Y PRODUCTOS..... 41
- 6. DINÁMICA DE LOS MERCADOS BURSÁTILES EN EL ÚLTIMO AÑO 43

CAPÍTULO 2. TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS INTERNACIONALES DEL GOBIERNO CORPORATIVO 47

Jaime Ponce Huerta

Director General del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)

- 1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL DEBATE SOBRE EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES..... 49
- 2. PRINCIPALES ÁREAS DE DEBATE RECIENTE 51
- 3. LA VANGUARDIA DE LAS REFORMAS: EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS..... 55
- 4. IMPULSOS DE REFORMA DE LAS PRINCIPALES INSTITUCIONES INTERNACIONALES 62
 - 4.1. Evolución de los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE 62
 - 4.2. Reformas en marcha en el marco de la Unión Europea..... 67
- 5. REFORMA DEL MARCO LEGAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA 77

CAPÍTULO 3. 15 AÑOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN IBEROAMÉRICA. LÍNEAS GENERALES DE SU NACIMIENTO Y EVOLUCIÓN 83

Maria Clara Oliveira Ribeiro Troncoso

Asesora del Directorio de la CVM de Brasil

Oscar Rawlins

Jefe de la Unidad de Normativa y Asuntos Internacionales de la SMV de Panamá

Carlos Rivero

Superintendente Adjunto de Investigación y Desarrollo de la SMV del Perú

Nabil Miguel

Socio del Estudio Jurídico Miguel & Miguel

1. INTRODUCCIÓN.....	85
2. LA ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS (OCDE)	85
2.1. Principios de la OCDE sobre Políticas de Buen Gobierno para las Sociedades.....	86
2.1.1. Contenido de los Principios.....	88
2.1.2. Aplicación y revisión de los Principios	91
2.1.3. Revisión por pares (<i>Peer Review</i>)	92
2.1.4. Directrices para Empresas Estatales.....	93
2.2. Gobierno Corporativo en América Latina.....	95
2.2.1. Informe Oficial	96
2.2.2. Nuevas reuniones e iniciativas de la Mesa Redonda.....	103
2.2.3. El Círculo de Empresas.....	106
3. CAF-BANCO DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA.....	106
4. INICIATIVAS DESDE EL SECTOR PRIVADO PARA PROMOVER EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO	113
5. CONCLUSIONES.....	126

CAPÍTULO 4. ESTRUCTURA GENERAL DE LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO 127

Maria Luisa Streb

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

Marissa Reichberg Steinberg

Abogado-Fiscalía de Valores de la SVS de Chile

Sandra Paredes

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

1. INTRODUCCIÓN.....	129
2. REGULACIÓN.....	129
3. INFORMACIÓN REMITIDA AL SUPERVISOR. FACULTADES SANCIONATORIAS	132
3.1. Normas de Gobierno Corporativo de asunción voluntaria.....	132
3.2. Normas de Gobierno Corporativo de carácter obligatorio.....	134
3.3. Facultades sancionatorias	134
4. CÓDIGOS PRIVADOS	149
5. CONCLUSIONES.....	151

CAPÍTULO 5. EL PAPEL DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES Y MULTINACIONALES. LAS ORGANIZACIONES PRIVADAS Y PÚBLICAS153

Andrés Oneto

Ejecutivo Principal / Dirección de Políticas Públicas y Competitividad de CAF-banco de desarrollo de América Latina

Carlos Barsallo

Socio, Riesgo, ética e independencia, Deloitte Consultores, Panamá

1. INTRODUCCIÓN.....	155
2. EL PAPEL DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES Y MULTILATERALES E IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO	155
2.1. Toolkit de IFDs.....	158
2.2. OCDE	158
2.3. Corporación Interamericana de Inversiones-CII	160
2.4. Corporación Financiera Internacional-IFC.....	161
2.5. CAF-banco de desarrollo de América Latina.....	162
2.6. CEPAL	167
3. EL ROL DE LAS ORGANIZACIONES PRIVADAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO EN AMÉRICA LATINA	169
3.1. ¿Quiénes son y qué hacen?.....	170
3.2. Un esfuerzo colaborativo.....	172
3.3. Historia y evolución del IGCLA	173
3.4. Algunos logros concretos	175
3.5. Otras iniciativas privadas.....	176
3.6. Alianzas estratégicas con organizaciones privadas claves: los medios de comunicación....	178
4. CONCLUSIÓN	179

II. ANÁLISIS ESPECÍFICO DE DETERMINADOS ASPECTOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO 183

CAPÍTULO 6. RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO VERSUS REGULACIÓN EN IBEROAMÉRICA.....185

Ángel Pedro Domínguez

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

Sergio Rodríguez

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

Fernando Vives

Abogado. Garrigues

Arnau Tapias

Abogado. Garrigues

1. INTRODUCCIÓN.....	187
1.1. Recomendaciones de buen gobierno y regulación	187
1.2. Fórmulas alternativas de instrumentar la aplicación de las recomendaciones de buen gobierno en Iberoamérica	190

2. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO EN IBEROAMÉRICA	192
2.1. Recomendaciones a nivel internacional: los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE	192
2.2. Recomendaciones de buen gobierno a nivel supranacional	194
2.3. Recomendaciones de buen gobierno a nivel nacional.....	197
3. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA	208
3.1. Antecedentes	208
3.2. Código Unificado de buen gobierno (2013)	210
3.3. Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado.....	211
3.4. El nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2015): análisis de sus principales novedades.....	223
3.5. Códigos Europeos	229
4. PRINCIPALES TENDENCIAS EN MATERIA DE RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO	244
4.1. El desarrollo del Gobierno Corporativo y la proliferación de recomendaciones	244
4.2. La proliferación de los códigos de recomendaciones de cumplimiento obligatorios	246
4.3. La tipología de los mercados de capitales en Iberoamérica y las recomendaciones.....	247
4.4. Las recomendaciones de buen gobierno en Iberoamérica. ¿Un mecanismo de desarrollo legal?	248

CAPÍTULO 7. INFORMACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO..... 251

Fernando Vives

Abogado. Garrigues

Javier Ybáñez

Abogado. Garrigues

1. INTRODUCCIÓN	253
1.1. La cuestión de la información asimétrica.....	253
1.2. El <i>White paper</i> sobre Gobierno Corporativo en América Latina.....	255
2. INSTRUMENTOS DE INFORMACIÓN	256
2.1. Los registros públicos tradicionales	256
2.2. Los órganos supervisores de las sociedades cotizadas.....	257
2.3. Las sociedades como fuente de información: la página web corporativa.....	259
2.4. Nuevos instrumentos de información	260
3. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN	260
3.1. Las obligaciones de información en las salidas a bolsa y en las sucesivas ampliaciones de capital	261
3.2. Obligaciones de información puntual: los hechos relevantes o de importancia.....	262
3.3. Referencia a la información financiera recurrente.....	264
3.4. Obligaciones de información recurrentes en materia de Gobierno Corporativo: el informe anual de Gobierno Corporativo.....	264
3.5. La información sobre la distribución accionarial: las participaciones significativas.....	265
3.6. Información sobre los pactos parasociales	266

3.7. Información sobre los conflictos de interés.....	267
3.8. Obligaciones de información en materia de remuneración de administradores.....	269

CAPÍTULO 8. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN IBEROAMÉRICA.....273

Santiago Cuadra

Secretario General del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores

Amparo Marián

Asesora Técnica del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores

1. INTRODUCCIÓN. ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y GOBIERNO CORPORATIVO	275
2. DERECHOS Y DEBERES DEL INVERSOR/ACCIONISTA	278
2.1. Derechos del accionista.....	278
2.2. Deberes del accionista.....	307
3. EL DIFÍCIL EQUILIBRIO ENTRE LA PROTECCIÓN DEL ACCIONISTA MINORITARIO Y EL ABUSO DE DERECHO DE LAS MINORÍAS.....	308
4. MECANISMOS DE PROTECCIÓN. SITUACIÓN EN IBEROAMÉRICA.....	312
4.1. Informaciones sobre la estructura accionarial.....	312
4.2. Información sobre partes relacionadas con el emisor	315
4.3. Pactos parasociales o acuerdos entre accionistas significativos, respecto al ejercicio del derecho de voto o a la restricción o condicionamiento de la libre transmisión de acciones.....	318
4.4. Adquisición de acciones por parte del propio emisor	320
4.5. Conflictos de interés entre los administradores y los accionistas	322
4.6. Ofertas Públicas de Adquisición	326
5. CONCLUSIONES.....	329

CAPÍTULO 9. LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS. SU FUNCIONAMIENTO Y COMPETENCIAS331

Óscar Arrús

Abogado. Garrigues

1. INTRODUCCIÓN.....	333
2. COMPETENCIA DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS	333
3. FUNCIONES DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS.....	335
3.1. Decisiones que deben adoptarse en la Junta Obligatoria Anual.....	336
3.2. Otras decisiones de la Junta General de Accionistas.....	342
4. PROCESO PARA LA FORMACIÓN DE LA VOLUNTAD DE LA SOCIEDAD	352
4.1. Lugar de celebración de la Junta General de Accionistas.....	352
4.2. Convocatoria a la Junta General de Accionistas.....	354
4.3. Derecho al voto y representación en la Junta General de Accionistas	362
4.4. Actas de la Junta General de Accionistas.....	365
5. CONCLUSIÓN	365

CAPÍTULO 10. LA ESTRUCTURA DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN Y EL ESTATUTO DEL ADMINISTRADOR EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS IBEROAMERICANAS.....367

Pedro Portellano

Abogado. Garrigues

Fernando Vives

Abogado. Garrigues

1. INTRODUCCIÓN.....	369
2. LA RAÍZ DEL PROBLEMA DEL GOBIERNO CORPORATIVO	371
3. LA COMPOSICIÓN DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN: LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES.....	374
4. LAS RELACIONES ENTRE EL PRESIDENTE DEL CONSEJO ("CHAIR OF BOARD") Y EL PRIMER EJECUTIVO ("CHIEF EXECUTIVE OFFICER" O "CEO").....	379
5. CONFLICTOS DE INTERÉS	384
6. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD DE ADMINISTRADORES.....	387
7. CONCLUSIONES.....	390

CAPÍTULO 11. EL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO EN IBEROAMÉRICA 393

Fernando Vives

Abogado. Garrigues

Camilo Gantiva

Abogado. Garrigues

1. INTRODUCCIÓN.....	395
2. EL CONTROL SOCIETARIO	397
2.1. El concepto de control societario	397
2.2. El control desde el punto de vista del adquirente. La prima de control	398
2.3. El control desde el punto de vista del gestor.....	400
2.4. El control desde el punto de vista del accionista minoritario	402
2.5. Recapitulación: los intereses en juego en un cambio de control.....	402
3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN IBEROAMÉRICA	403
3.1. La existencia de regulación sobre la materia.....	404
3.2. Eventos que obligan a formular una opa	404
3.3. Régimen de opa <i>a priori</i> y opa <i>a posteriori</i>	405
3.4. El precio de la oferta	408
3.5. Irrevocabilidad de la oferta.....	409
3.6. Garantía de la oferta.....	409
3.7. Suministro de información a los inversionistas.....	410
3.8. Vigencia de la oferta	410
3.9. Papel de los administradores de la sociedad	410
3.10. Ofertas competidoras.....	413
3.11. Ventas y compras forzadas (<i>squeeze-out</i> y <i>sell-out</i>)	414
4. ESTÁNDARES Y RECOMENDACIONES.....	417
4.1. Existencia de Regulación en materia de opas.....	417
4.2. Regímenes de opas <i>a priori</i> y <i>a posteriori</i>	417

4.3. Actuación de los administradores.....	417
4.4. Ofertas competidoras.....	418
4.5. Compras y ventas forzadas	418

CAPÍTULO 12. LOS GATEKEEPERS Y SU PAPEL EN EL GOBIERNO CORPORATIVO IBEROAMERICANO. AUDITORES, PROXY ADVISORS, BANCOS DE INVERSIÓN, AGENCIAS DE RATING 419

Paola Gutiérrez Velandía
Directora de Georgeson para España y Latam
Ramón Abella Rubio
Socio de PwC

1. INTRODUCCIÓN.....	421
2. LOS GATEKEEPERS DENOMINADOS COMO PROXYS	422
2.1. Los <i>Proxy Solicitors</i>	423
2.2. Los <i>Investment Advisors</i> o <i>Asset Owners</i> (Accionistas o Inversores).....	425
2.3. Los <i>Proxy Advisors</i> o Firmas Asesoras de Voto	426
3. EL PAPEL DE LAS FIRMAS DE AUDITORÍA EN LA GENERACIÓN DE CONFIANZA DE LOS STAKEHOLDERS.....	449
3.1. Situación de los países iberoamericanos en relación con la Auditoría.....	452
3.2. Independencia de los auditores.....	458
3.3. Palancas clave para que las firmas auditoras maximicen el valor de las compañías.....	458
3.4. Conclusiones con respecto al papel de las firmas de Auditoría	461
4. EL PAPEL DE LOS BANCOS DE INVERSIÓN EN LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO	462
4.1. Principios de Gobierno Corporativo en el sector de la banca de inversión.....	464
4.2. Conclusiones con respecto a los Bancos de Inversión	465
5. UNA MIRADA A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN EN IBEROAMÉRICA	466

III. NUEVAS TENDENCIAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO 473

CAPÍTULO 13. LOS STAKEHOLDERS Y LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA..... 475

Rafael Moreno Prieto
Director de Cumbria FSC

1. INTRODUCCIÓN.....	477
2. EL CONCEPTO DE RESPONSABILIDAD SOCIAL.....	478
3. EL CONCEPTO DE STAKEHOLDERS	486
4. MARCO INSTITUCIONAL BÁSICO DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA.....	495
5. EVOLUCIÓN Y CAUSAS DE LA IMPORTANCIA ACTUAL DEL COMPORTAMIENTO RESPONSABLE CON LOS STAKEHOLDERS	518
6. EL COMPORTAMIENTO RESPONSABLE DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS CON SUS STAKEHOLDERS. CONCLUSIONES.....	535

CAPÍTULO 14. LA FINANCIACIÓN Y EL BUEN GOBIERNO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES 539

Carlos Ramirez Elizondo

Director General Adjunto de Cumplimiento de Regulación Bursátil de la CNBV de México

1. INTRODUCCIÓN	541
2. DEFINICIONES	541
3. DESARROLLO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES	547
4. FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES	549
5. EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS FAMILIARES.....	552
6. DESVENTAJAS QUE TIENEN LAS EMPRESAS FAMILIARES.....	558
7. RETOS Y OPORTUNIDADES	559
8. VISIÓN DE LA REGULACIÓN EN MATERIA DEL MERCADO DE VALORES	561
9. PROPUESTA PARA QUE LAS EMPRESAS FAMILIARES TRANSITEN A PÚBLICAS ...	563
10. CONCLUSIONES.....	564

CAPÍTULO 15. EL BUEN GOBIERNO EN LAS EMPRESAS PÚBLICAS567

Nabil Miguel

Socio del Estudio Jurídico Miguel & Miguel

Andrés Oneto

Ejecutivo Principal / Dirección de Políticas Públicas y Competitividad de CAF-banco de desarrollo de América Latina

1. INTRODUCCIÓN	569
2. EL ESTADO COMO PROPIETARIO.....	569
3. EL ESTADO COMO ACCIONISTA	570
4. IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....	571
5. ASPECTOS DE IMPORTANCIA EN EL BUEN GOBIERNO DE LAS EPE'S	572
6. RELACIONES DE LAS EPE'S CON SUS GRUPOS DE INTERÉS	573
7. RECOMENDACIONES DE BUENAS PRÁCTICAS PARA LAS EPE'S: HERRAMIENTAS DISPONIBLES	574
8. CONCLUSIÓN.....	586

Prólogo

María Elvira Rodríguez Herrer

Presidenta

Comisión Nacional del Mercado de Valores de España

La crisis económica de los últimos años ha provocado una pérdida de confianza de los inversores en los mercados de valores y, por ello, los supervisores financieros han considerado como una obligación restaurar esa confianza como vía para impulsar la vuelta sostenida del crecimiento económico. Este estudio brinda una buena oportunidad para reflexionar sobre la importancia del Gobierno Corporativo en el mundo actual y sobre su valor como elemento de ayuda imprescindible para la vuelta al crecimiento.

Dentro de esta tarea, como paso previo, se ha llevado a cabo un análisis profundo de las causas que provocaron el deterioro de la confianza de los inversores. A día de hoy se sabe que fueron dos los factores determinantes de esta crisis en los mercados de valores: por un lado, se produjo, por parte de todos los participantes, una asunción excesiva y descontrolada de riesgos y, por otro lado, se ha comprobado que no existía un grado adecuado de transparencia. Estos dos factores interactuaron provocando una creciente desconfianza de los inversores y una espiral de pérdidas en los mercados. Para salir de este círculo vicioso de una forma permanente es absolutamente necesario restaurar la confianza y, para ello, es vital revertir los factores que causaron su quiebra aplicando medidas que generen una mejora de la transparencia y del control de riesgos. Precisamente, una de las actuaciones que ejerce un efecto positivo más directo y efectivo sobre los factores detonantes de la crisis es la aplicación de un Gobierno Corporativo adecuado.

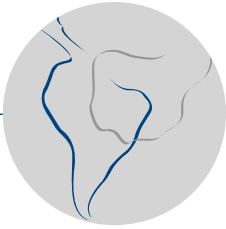
Por este motivo, en los últimos años la mejora de la gobernanza empresarial ha estado entre las prioridades de los supervisores y reguladores de todo el mundo. En línea con esta relevancia, el Instituto Iberoamericano consideró oportuno realizar este "Estudio sobre Gobierno Corporativo en Iberoamérica", que se presenta como un análisis exhaustivo sobre esta materia, enriquecido por los distintos enfoques de los países miembros del Instituto. Detrás de este excelente trabajo está el esfuerzo de

muchos de nuestros expertos, a los que tenemos que estar agradecidos por su tiempo y entrega.

Los trabajos para este estudio comenzaron con la elaboración de un cuestionario que se remitió a todos los miembros del IIMV para obtener la información de base necesaria para iniciarlo. Prácticamente todos los miembros del IIMV respondieron a este cuestionario y se ofrecieron a participar en las dos reuniones que tuvieron lugar, lo que sin duda refleja la importancia que conceden nuestras organizaciones a la mejora del Gobierno Corporativo. La primera reunión se celebró en la ciudad de Panamá y la segunda tuvo lugar en Lima, siempre bajo la excelente coordinación de la Secretaría del Instituto. Además del trabajo de los técnicos, este estudio se ha visto enriquecido con la ayuda de expertos del sector privado así como de miembros del ámbito académico, que han tenido la amabilidad de incorporar su visión del buen Gobierno Corporativo, y cuyas aportaciones han sido de gran relevancia y utilidad.

El estudio, finalmente, se ha estructurado en tres grandes apartados. En primer lugar, la introducción trata los aspectos generales del Gobierno Corporativo y su evolución, incluyendo un análisis de los últimos quince años en Iberoamérica. A continuación, en la segunda parte del trabajo, se analizan aspectos más concretos como las recomendaciones relativas a la junta general de accionistas o a los consejos de administración, así como una cuestión fundamental para los reguladores, la protección al inversor. Para terminar, un tercer bloque abarca las nuevas tendencias en el Gobierno Corporativo como la responsabilidad social corporativa y la posible aplicación a las empresas familiares y, por último pero no menos importante, a las empresas públicas.

Es innegable que los cambios en los mercados financieros y, en general, en las relaciones entre los distintos actores implicados aconsejan hacer un esfuerzo de análisis y debate de las medidas a adoptar para mejorar el Gobierno Corporativo. Queda patente, por lo tanto, que con este tipo de colaboraciones se está apostando por incentivar el buen gobierno de las empresas y por su coordinación a diferentes niveles, siendo uno de ellos el iberoamericano. El trabajo conjunto con Iberoamérica es de gran ayuda a la hora de coordinar los esfuerzos nacionales y, con ello, procurar conseguir unos objetivos comunes.



I. PARTE INTRODUCTORIA

CAPÍTULO 1
EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES IBEROAMERICANOS
EN LA ÚLTIMA DÉCADA

CAPÍTULO 2
TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS INTERNACIONALES DEL GOBIERNO
CORPORATIVO

CAPÍTULO 3
15 AÑOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN IBEROAMÉRICA. LÍNEAS
GENERALES DE SU NACIMIENTO Y EVOLUCIÓN

CAPÍTULO 4
ESTRUCTURA GENERAL DE LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN
DEL GOBIERNO CORPORATIVO

CAPÍTULO 5
EL PAPEL DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES Y
MULTINACIONALES. LAS ORGANIZACIONES PRIVADAS Y PÚBLICAS

CAPÍTULO 1

Evolución de los mercados bursátiles iberoamericanos en la última década

Creciente dinamismo y alternativas diversificadas para el financiamiento empresarial a través de los mercados

Elvira María Mercedes Schamann

Secretaria General de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB)¹

1. INTRODUCCIÓN
2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE
3. MERCADOS DE RENTA FIJA
4. MERCADOS DE DERIVADOS
5. OTROS MERCADOS Y PRODUCTOS
6. DINÁMICA DE LOS MERCADOS BURSÁTILES EN EL ÚLTIMO AÑO

1. Con la colaboración de María Cristina Defrieri y Socorro Pardo Martínez.

1. INTRODUCCIÓN

La última década ha resultado particularmente dinámica para los mercados iberoamericanos. Los montos operados en los mercados de renta variable y renta fija han evolucionado en forma positiva, las bolsas han diversificado ampliamente su oferta de productos permitiendo el acceso al financiamiento a través del mercado a las Pymes y vía instrumentos no estandarizados, se ha afianzado el desarrollo de los mercados de derivados y, en forma creciente, se atiende a la importancia de asegurar un adecuado acceso al mercado bursátil para los diversos tipos de inversores.

También se ha atendido, en general, a asegurar la disponibilidad de información relevante y de brindar una adecuada protección al inversor bursátil, tanto vía regulatoria y de supervisión como a través de esquemas autorregulatorios adecuados. La creciente atención a los temas de Gobierno Corporativo en cuanto atañe a las sociedades listadas o con valores registrados a negociación en bolsa es, sin duda, uno de los aspectos que, junto con la adopción de políticas que generaron ambientes positivos para la inversión y la más fluida interrelación regional de los mercados, han apoyado con éxito el desarrollo de varios mercados en la región, tal como se refiere más adelante.

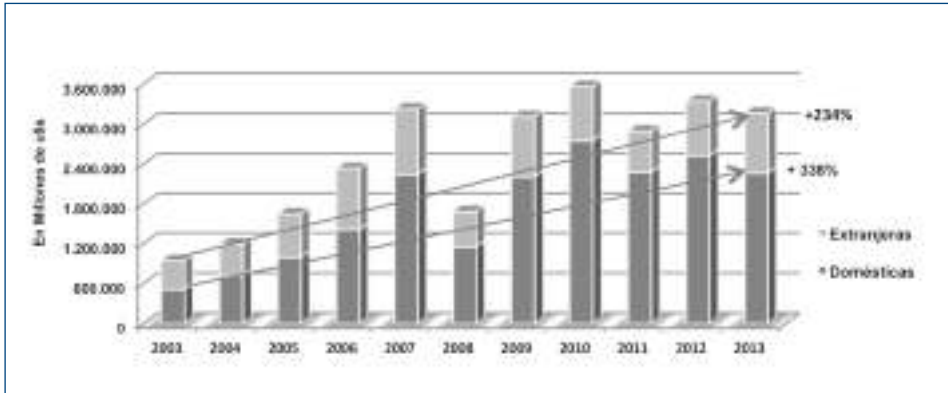
A continuación se brinda un panorama general de la evolución de los mercados de renta variable y de renta fija en los mercados iberoamericanos y se incluyen breves comentarios sobre los mercados de derivados y de otros productos negociados en bolsa para el período 2003-2013. Cabe señalar que excepto donde se indique en forma explícita otra fuente, los datos utilizados han sido aportados a la FIAB por sus bolsas miembros. Invitamos a los lectores a consultar para mayores detalles los Anuarios Estadísticos y los Informes Mensuales, disponibles a través del sitio institucional de FIAB².

2. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

La capitalización bursátil total (sociedades nacionales más sociedades extranjeras listadas), expresada en dólares, para el conjunto de bolsas y mercados de América Latina miembros de la FIAB ha pasado de 945.326 millones de dólares a 3.160.556 entre los años 2003 y 2013, con un incremento del 234%.

2. www.fiabnet.org

Capitalización Bursátil de Sociedades Domésticas y Extranjeras.
Total de Bolsas Latinoamericanas*

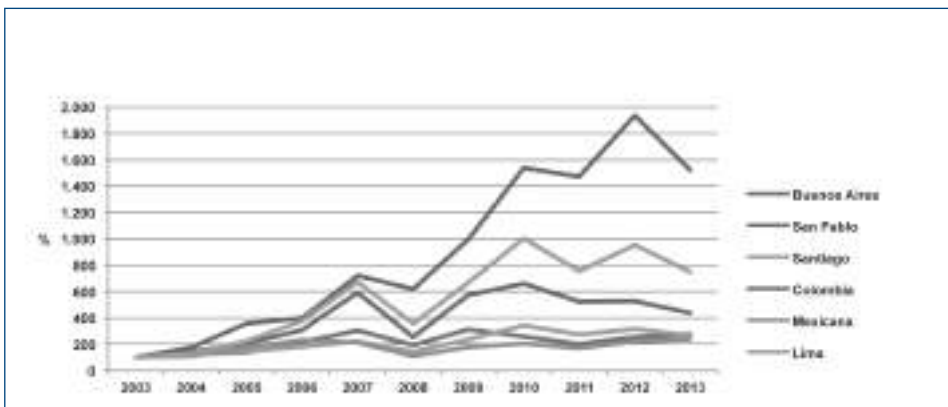


*Bolsas Miembros de la FIAB

En 2013, y considerando la capitalización bursátil total (empresas domésticas más extranjeras listadas) Brasil (U\$S 1.023.277 millones), México (U\$S 893.893 millones) y Argentina (U\$S 514.883 millones) eran los tres primeros mercados de la región.

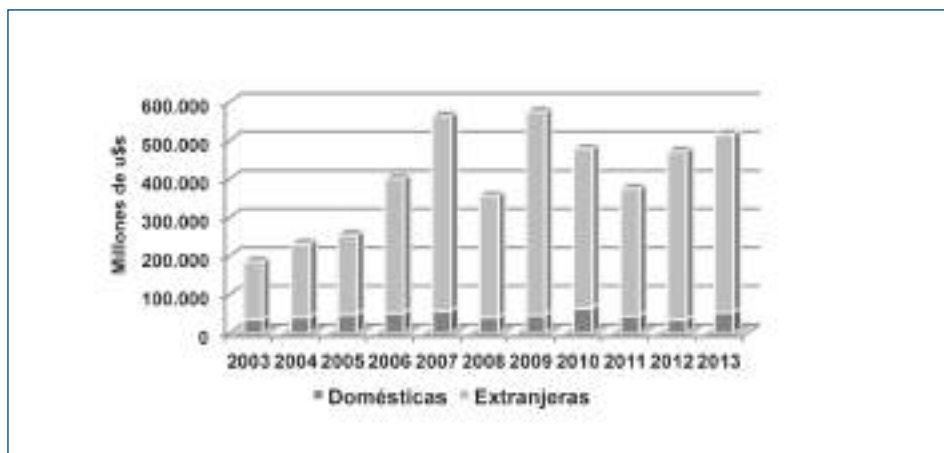
Particularmente notable ha sido la evolución de la capitalización bursátil total en Colombia y Perú, mercados que han registrado durante el período 2003-2013 variaciones del 1.420% y 650%, respectivamente.

Capitalización Bursátil Total Sociedades Domésticas y Extranjeras
Números índices base 2003=100

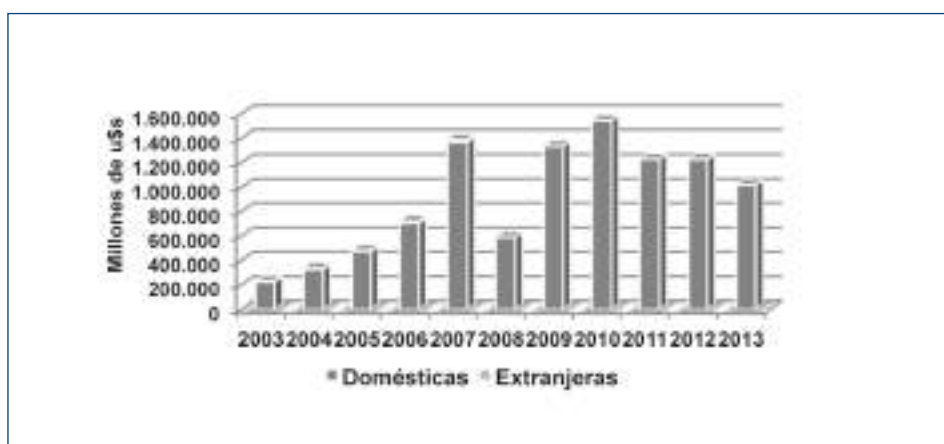


Especialmente acentuado, por su parte, ha sido el aumento observado en la capitalización bursátil de las empresas domésticas que, en el agregado regional, ha pasado de 517.432 millones de dólares a 2.264.494 millones en los diez años mencionados, con un incremento del 338%.

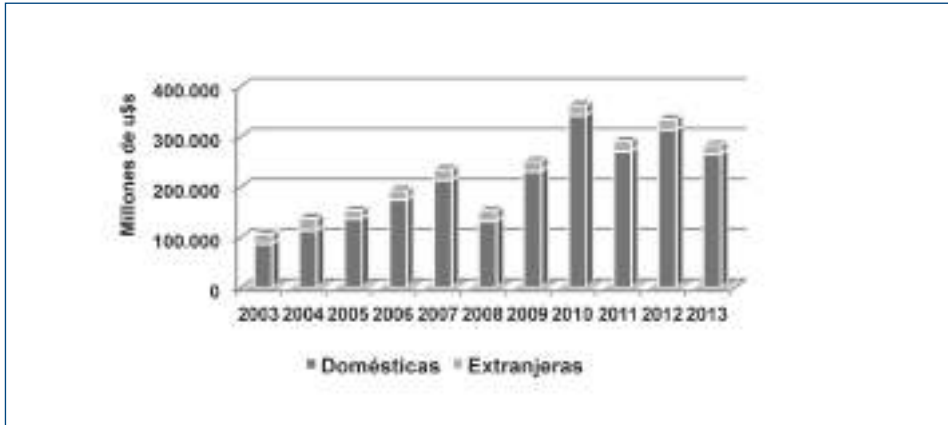
Capitalización Bursátil Sociedades Domésticas y Extranjeras
Bolsa de Comercio de Buenos Aires



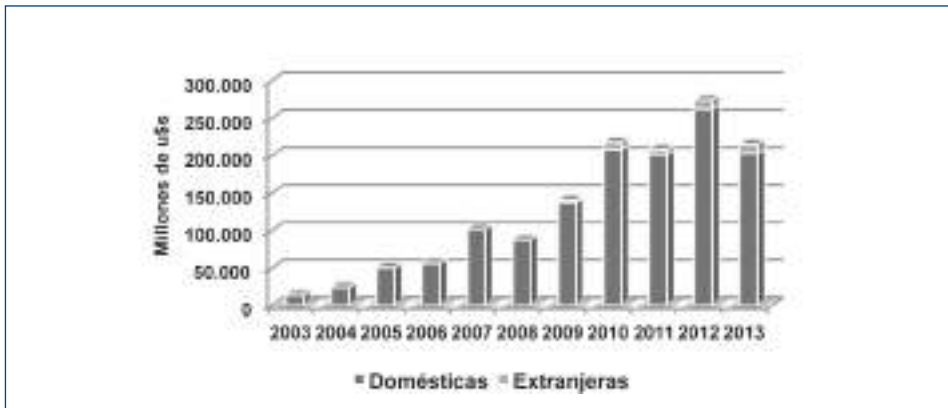
Capitalización Bursátil Sociedades Domésticas y Extranjeras
BM&BOVESPA



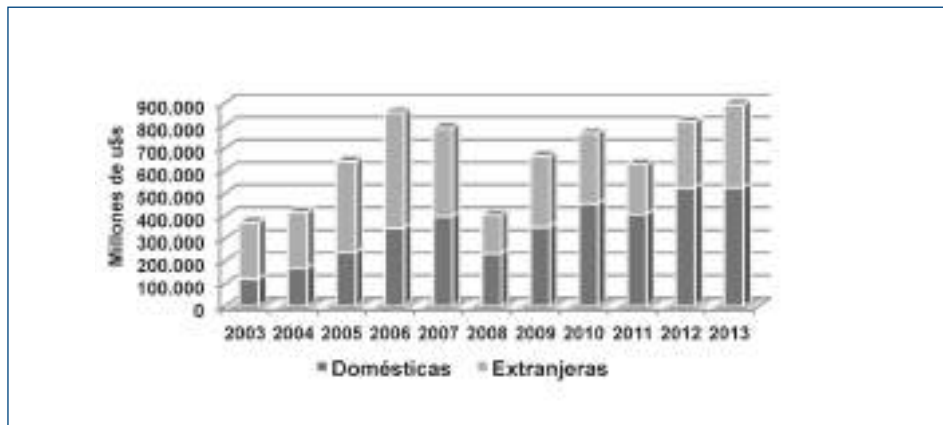
Capitalización Bursátil Sociedades Domésticas y Extranjeras
Bolsa de Comercio de Santiago



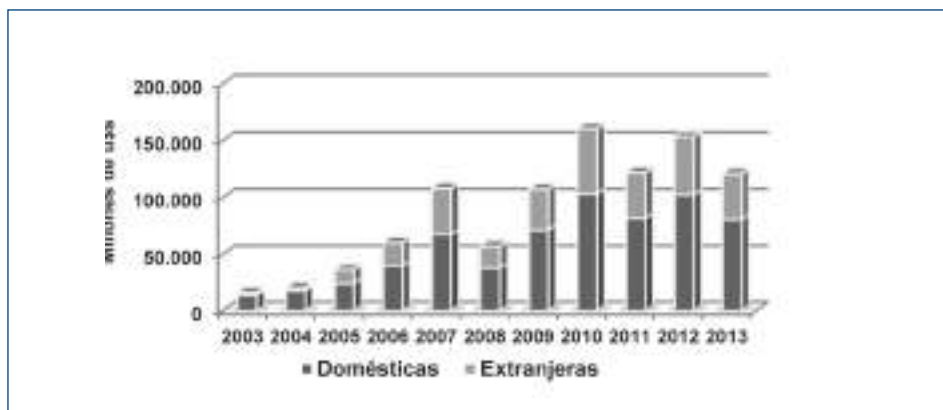
Capitalización Bursátil Sociedades Domésticas y Extranjeras
Bolsa de Valores de Colombia



Capitalización Bursátil Sociedades Domésticas y Extranjeras
Bolsa Mexicana de Valores



Capitalización Bursátil Sociedades Domésticas y Extranjeras
Bolsa de Valores de Lima



Centrando el análisis en la capitalización bursátil doméstica, a lo largo de la década referida, se observa que Brasil, México y Chile han mantenido el primero, segundo y tercer lugar, respectivamente; en tanto, a comienzos de la década, Argentina y Colombia seguían en este orden en el listado en términos de relevancia. Para el año 2013, los mercados de Colombia y Perú ocupaban el 4º y 5º lugar.

Con valores de capitalización bursátil más reducidos, cabe destacar la muy interesante evolución de la capitalización bursátil doméstica en los mercados de Panamá, El Salvador y Bolivia, cuyos incrementos en la década han superado el 270%, llegando al 417% en el caso de El Salvador.

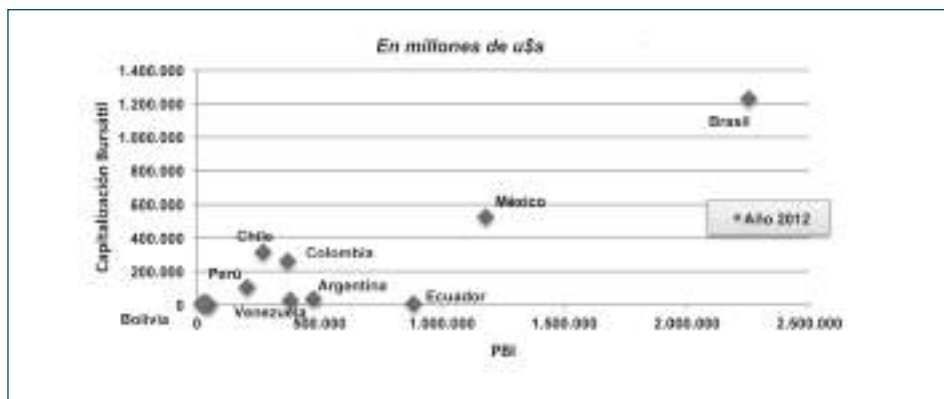
Las sociedades extranjeras listadas en las bolsas latinoamericanas han pasado de un total regional de 430.046 millones de dólares a 902.603 millones entre 2003 y 2013, con un incremento general del 110%, destacándose la evolución de la Bolsa de Valores de Lima, con un crecimiento del 1.878%. En 2013, Argentina ocupa el primer lugar en este indicador, seguida por México.

Por su parte, la capitalización bursátil en los mercados de España y Portugal pasó de un total de 879.043 millones a 1.299.275 millones de dólares entre los años 2003 y 2013, con un incremento del 49%.

Un indicador usualmente mencionado a la hora de considerar la relevancia económica de los mercados accionarios es la **relación entre capitalización bursátil doméstica y el PBI**. En este caso, en América Latina se observa un rango de una amplitud considerable, con registros para el año 2012, por ejemplo, que varían entre el 5% y el 116% (correspondiendo este último dato al mercado chileno). En efecto, con registros superiores al 60% en la relación en cuestión se ubicaron para el referido año, Chile y Colombia; en un rango de CB/PBI entre el 20 y el 60%, se encontraban Brasil, El Salvador, México, Panamá y Perú; finalmente, por debajo del 20 %, en 2012 se ubicaron los mercados de Argentina, Bolivia, Costa Rica, Ecuador y Venezuela.

La dinámica relativa del mercado accionario ha sido particularmente notable en Colombia, Perú, México y también en El Salvador, donde la velocidad en el incremento en la capitalización bursátil ha superado a la positiva evolución de los PBIs, permitiendo que esta relación creciera significativamente entre 2005 y 2013.

Capitalización Bursátil Doméstica y PBI

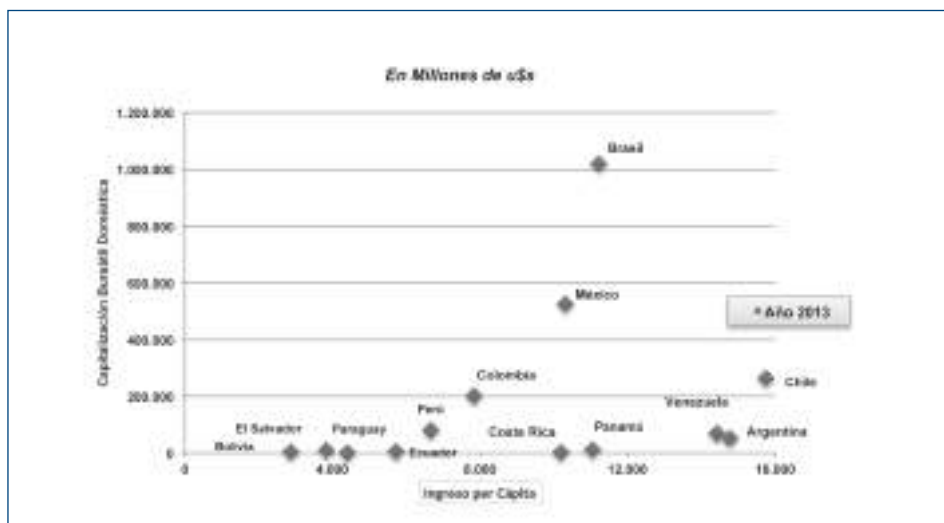


Fuente: PBI: Banco Mundial; Datos Capitalización Bursátil: FIAB

En sentido inverso, la relación CB/PBI ha caído significativamente en Argentina, Bolivia y Venezuela (del 54% en 2006 al 7% en 2012).

Otro indicador usualmente analizado es el de la relación entre **capitalización bursátil e ingreso per cápita**. En este caso, la comparación entre los años 2005 y 2013 permite observar la mejora relativa en el posicionamiento regional de Brasil, México, Chile y Colombia; en menor medida la favorable evolución también se observó el caso de Perú.

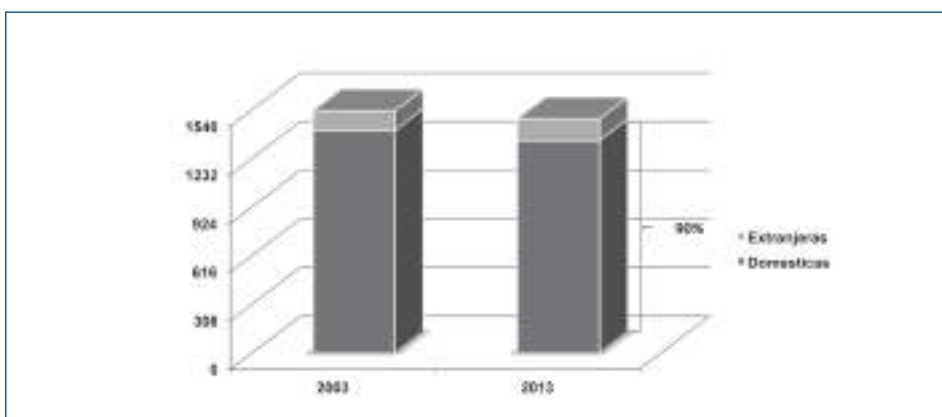
Capitalización Bursátil Doméstica e Ingreso per Cápita. Países Latinoamericanos



Fuente: PBI: Banco Mundial; Datos Capitalización Bursátil: FIAB

El número de sociedades listadas entre 2003 y 2013 ha permanecido relativamente estable, con un total de 1.492 empresas a fines de 2013, registrándose una cierta disminución en el número de sociedades domésticas, que han pasado de un total regional de 1.410 a 1.345 en ese lapso —con una caída del 4,61%—, y un leve incremento en el número de sociedades extranjeras. La proporción de sociedades domésticas respecto al total listado ha disminuido levemente en el período mencionado, ubicándose en el 90% en el año 2013.

Mercado de Renta Variable. Número de Sociedades Listadas. Total Bolsas Latinoamericanas*



*Bolsas Miembros de la FIAB

En América Latina, una vez más, Brasil se ubica en primer lugar con un total, en 2013, de 367 sociedades listadas, seguido de Chile (306) y Perú (240).

Es interesante observar el impacto de las estrategias desarrolladas por la Bolsa de Brasil entre 2006 y 2007 para atraer mayor cantidad de empresas a la cotización, que generaron incrementos del 14% y 200%, respectivamente, en la cantidad de sociedades listadas en dichos años. También debe recordarse el positivo impacto generado a partir de la creación del Nuevo Mercado lanzado en el año 2000.

También en Chile el número de sociedades listadas ha mostrado un incremento en los últimos años, en particular desde 2012, como resultado de la incorporación a la cotización de unas 20 sociedades extranjeras (a pesar de que el número de sociedades domésticas se redujo un 5% entre puntas durante la década considerada).

Una evolución diferente se ha dado en el caso de Colombia donde el número de sociedades listadas pasó de 108 en 2003 a 72 en 2013; simultáneamente, se inició la

cotización de sociedades extranjeras en la Bolsa a partir de 2009, contándose a fines del último año con 6.

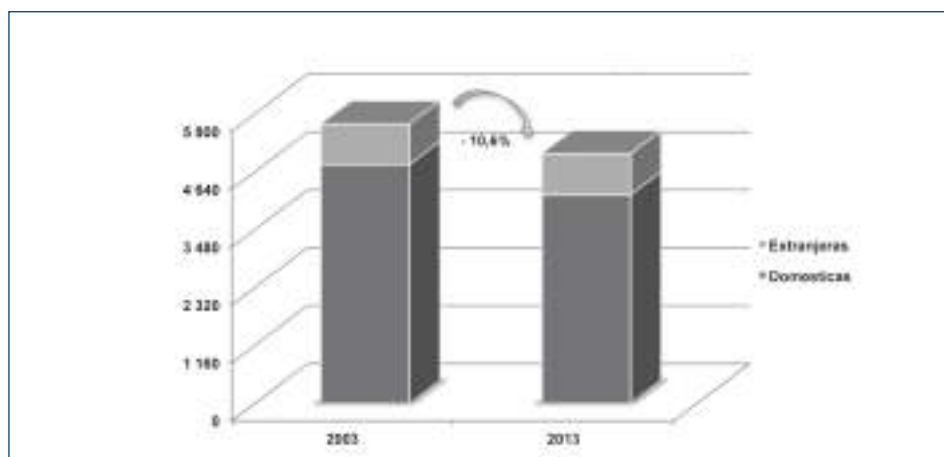
En Argentina, la cantidad total de sociedades listadas en la BCBA ha disminuido un 6,4%, en tanto las sociedades extranjeras pasaron de 4 a 6 entre 2003 y 2013.

Cabe señalar que no todas las bolsas de la región operan un mercado de acciones y que en algunos casos, si bien el mercado existe, no es muy activo. Por otra parte, sólo un 43% de las bolsas latinoamericanas miembros de la FIAB tiene sociedades extranjeras listadas.

En España el número de sociedades listadas ha permanecido estable con totales de 3.223 y 3.245 sociedades en 2003 y 2013, respectivamente. Por su parte, en el caso de Portugal se ha observado un descenso importante en torno al 25% en este guarismo, como resultado principalmente de la caída en el número de sociedades domésticas.

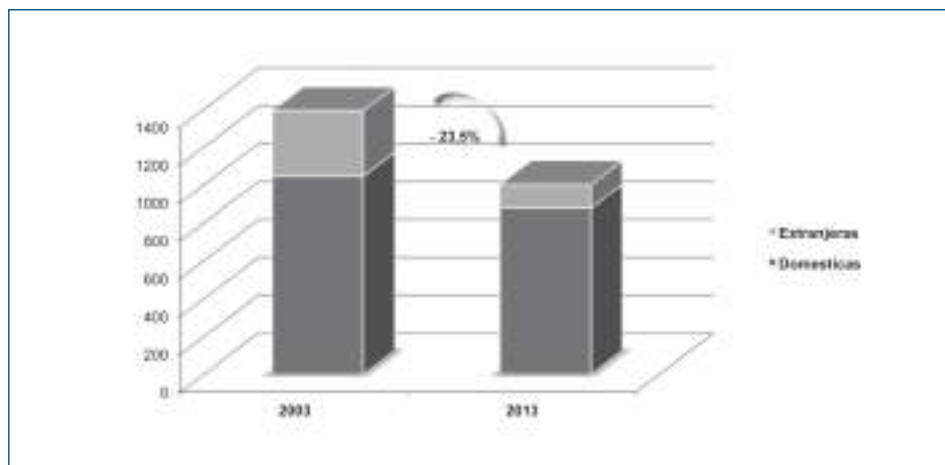
La evolución observada en las bolsas y mercados iberoamericanos contrasta, en cierto sentido, con las dinámicas observadas en otros mercados bursátiles internacionales donde el número de sociedades listadas ha disminuido, incluso, sensiblemente.

Mercado de Renta Variable. Número de Sociedades Listadas. NASDAQ + NYSE (US)



Fuente: World Federation of Exchanges, WFE

Mercado de Renta Variable. Número de Sociedades Listadas. NYSE Euronex (Europa) sin Lisboa



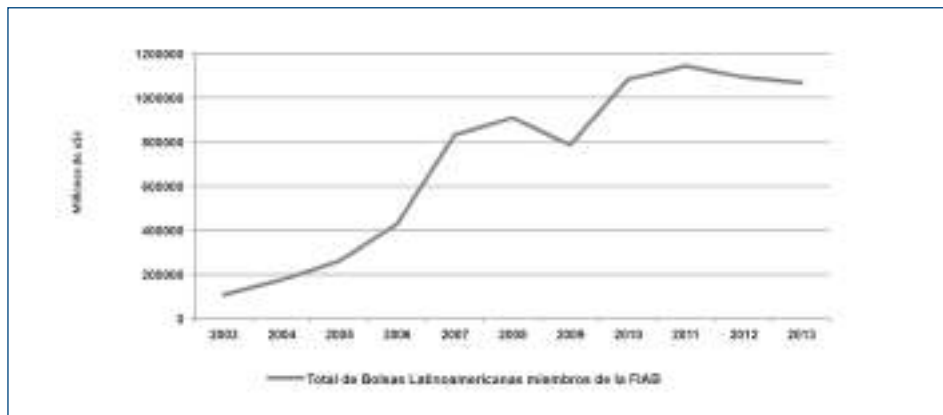
Fuente: World Federation of Exchanges, WFE

Los mercados iberoamericanos se caracterizan por ofrecer, en su conjunto, una amplia diversidad de instrumentos y operatorias; algunos se encuentran más especializados en la negociación de un tipo determinado de valores o de productos derivados. Durante la última década, es decir entre 2003 y 2013, los montos negociados crecieron en todos los mercados, pudiendo observarse para el conjunto de mercados latinoamericanos un incremento en el peso relativo de los mercados de renta variable —respecto a renta fija— en los mercados de América Latina en su conjunto. En efecto, este indicador pasó del 30 al 50% del total operado en los mercados de contado.

Los montos anuales negociados en acciones, para el conjunto de miembros de la FIAB de América Latina, han crecido, en el agregado, un 894% entre 2003 y 2013. El total operado en los mercados latinoamericanos de la FIAB fue de 1.066.546 millones de dólares el último de los años mencionados. Un 98% del total ha correspondido a operatoria de acciones emitidas por sociedades domésticas. Los mercados con mayores montos operados en el último año han sido Brasil, México y Chile, seguidos por Colombia. El impacto de la crisis internacional de 2008 fue rápidamente superado, observándose niveles crecientes en la operatoria anual durante casi toda la década.

Respecto a la dinámica de los mercados accionarios, destaca sin duda la evolución del mercado colombiano, cuyos montos operados anualmente, expresados en dólares, han crecido un 3.096% entre 2003 y 2013. Incrementos muy significativos en la operatoria anual, asimismo, han mostrado los mercados en Brasil (1.093%), México (592%), Chile (445%) y Perú (334%).

Mercado de Renta Variable. Montos negociados en Bolsa

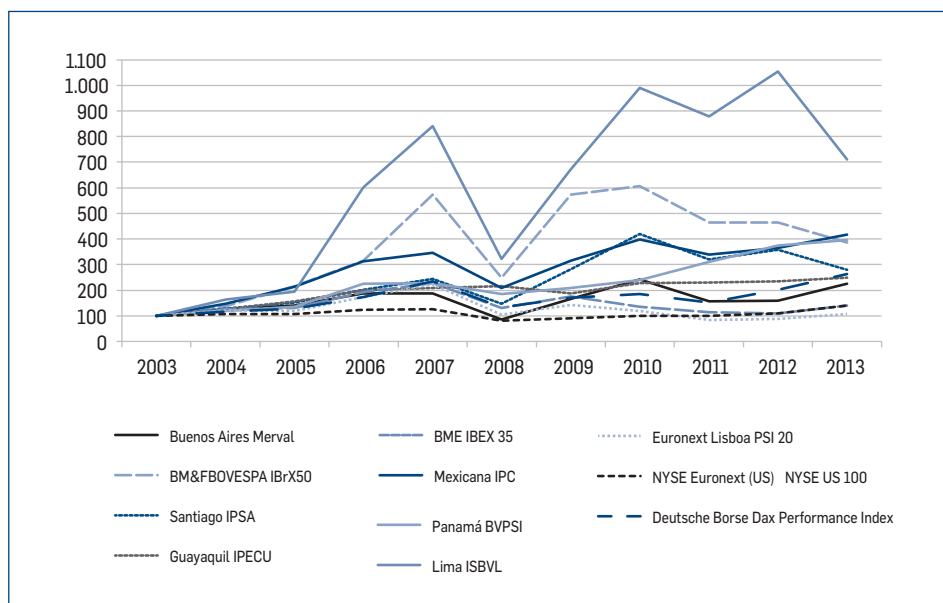


Por su parte, la operatoria anual de acciones en España y Portugal ha pasado de U\$S 949.530 millones a U\$S 1.198.027 millones entre 2003 y 2013, correspondiendo al mercado español el 97% de este total.

Cabe señalar que los montos operados en acciones en España durante el último año han superado al monto del conjunto latinoamericano de bolsas miembros de la FIAB en un 12%.

La excelente performance regional de los mercados latinoamericanos puede ser observada también a partir de la **evolución de los índices bursátiles**. A tal fin se han trabajado estos indicadores como números índices con base 100 en 2003, y para valores expresados en dólares.

Evolución Anual Índices Bursátiles Acciones Líderes. Expresados en u\$s



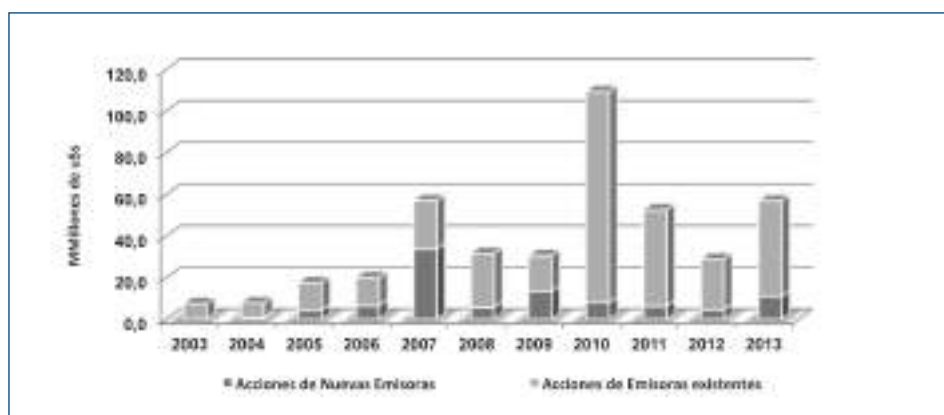
Durante el período aquí reseñado, además de las iniciativas orientadas a potenciar a los mercados de acciones, muchas bolsas de la región han implementado alternativas dirigidas a captar el listado y negociación de valores de empresas medianas y pequeñas. Si bien existe experiencia internacional abundante sobre este tipo de mercados Pymes, no siempre exitosa, en España y en diversas bolsas latinoamericanas estas modalidades han logrado acercar un número interesante de sociedades emisoras.

En relación al mercado accionario, entre las experiencias iberoamericanas, cabe recordar las siguientes:

Bolsa	Denominación	Capitalización Bursátil en millones de u\$s Año 2013	Cantidad de sociedades Año 2013
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Panel Pyme	52	3
BM&FBOVESPA	Bovespa Mais	65	2
BME	MAB Expansión	2.311,8	23
Bolsa de Valores de Lima	Segmento de Capital de Riesgo	400	17

Los flujos de inversión accionaria a través de emisiones en bolsa para el conjunto de mercados latinoamericanos miembros de la FIAB entre 2003 y 2013, expresados en dólares, fueron de U\$S 419.392 millones, correspondiendo un 22% del total a emisiones de nuevas empresas listadas (IPOs y otras modalidades).

Mercado de Renta Variable. Flujos de Inversión-Incrementos de Capital
Total de Bolsas Latinoamericanas*



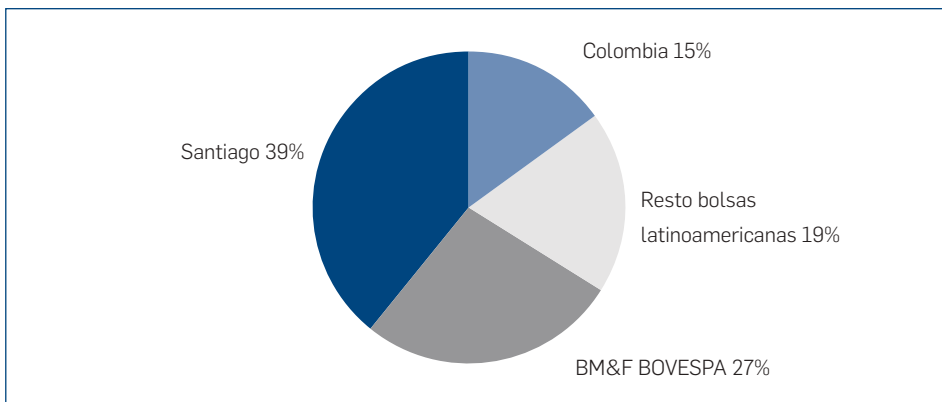
*Bolsas Miembros de la FIAB

Un interesante impulso al financiamiento empresarial vía el mercado se observó en el año 2007, particularmente en Brasil que emitió un 73% del total regional, especialmente a través de IPOs. Colombia y México también fueron mercados activos en este segmento durante dicho año, representando un 13% y un 7% de las emisiones totales en la región.

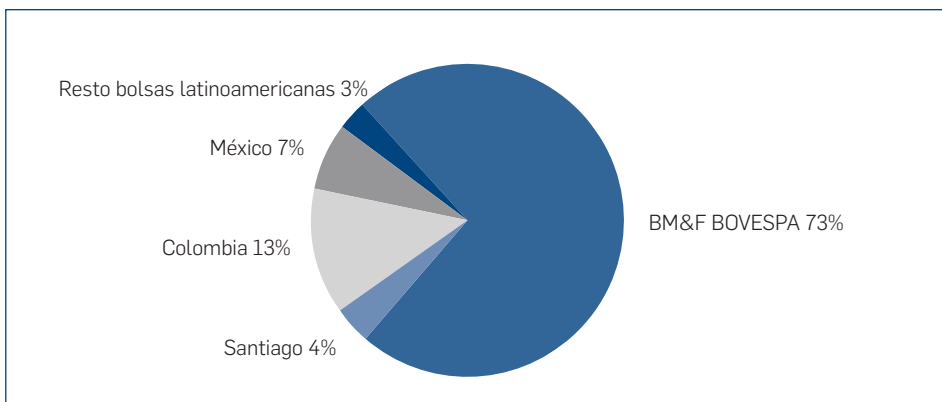
Cabe destacar que en el último año, 2013, los flujos de inversión a través del mercado accionario mexicano han representado un 50% del total regional, en tanto Brasil y Chile han participado con el 26% el 20% regional, respectivamente, tal y como se reflejan en los gráficos de la página siguiente.

Finalmente una reflexión respecto a las **características de concentración** que tradicionalmente evidencian los mercados emergentes, en general, y latinoamericanos, en particular. La FIAB, siguiendo estándares metodológicos internacionales, recopila indicadores que evidencian esta condición claramente. Así por ejemplo, el nivel promedio de concentración medido por la relación entre capitalización bursátil de las 10 sociedades domésticas de mayor capitalización respecto a la capitalización bursátil total para el conjunto de los mercados miembros en Latinoamérica se ubica en el 76% en tanto que los niveles medios de concentración expresados en términos relativos respecto a los montos operados se ubican en un 73% para el año 2013.

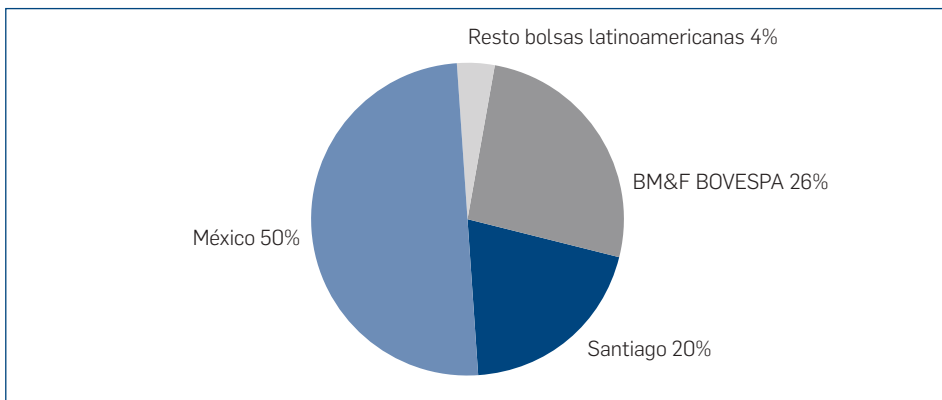
Mercado de Renta Variable. Flujos de Inversión. Incrementos de Capital. 2003



Mercado de Renta Variable. Flujos de Inversión. Incrementos de Capital. 2007



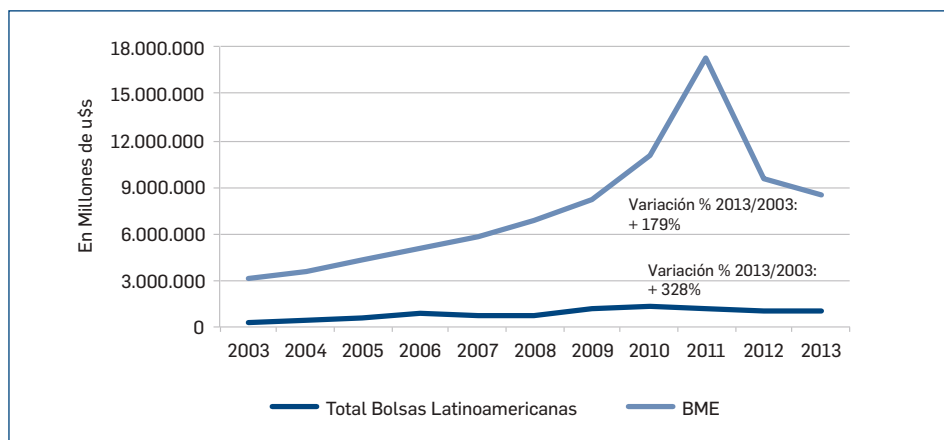
Mercado de Renta Variable. Flujos de Inversión. Incrementos de Capital. 2013



3. MERCADOS DE RENTA FIJA

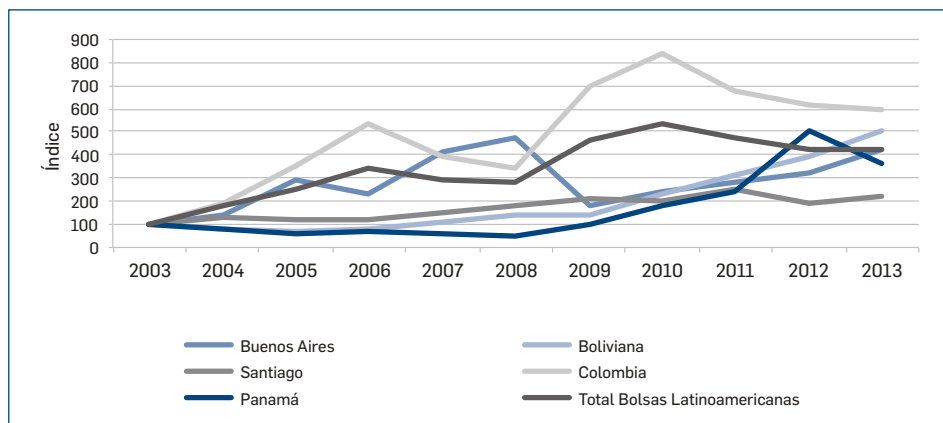
Los montos totales operados en renta fija en los mercados iberoamericanos pasaron de 3.307.258 millones de dólares en 2003 a 9.606.219 millones, en 2013, con un incremento punta a punta del 190%.

Valor Efectivo total operado en Renta Fija. Total Bolsas Latinoamericanas y BME



Los montos operados en renta fija —sector público más sector privado más valores extranjeros de renta fija— alcanzaron para el año 2013 en las bolsas y mercados de América Latina un valor de U\$S 1.075.698 millones, con un incremento del 328% respecto al año 2003. Los valores emitidos por el sector público representaron algo más del 80% del total operado, evidenciando un incremento en la proporción en la última década (56% para 2003). En el último año, el mercado más activo ha sido Colombia, que representó un 81% del total, seguido por Chile y Argentina con un 12% y 5% del total anual regional.

Evolución del Valor Efectivo total operado en Renta Fija. Bolsas Latinoamericanas*
(números índices, 2003=100)



*Bolsas Miembros de la FIAB

Es interesante apuntar el dinamismo en la operatoria de renta fija emitida por el sector privado, con un incremento superior al 700% en la última década. Los mercados más activos en esta operatoria para el último año también han sido Chile y Colombia con valores similares y que, en conjunto, han representado un 92% de la operatoria regional, seguidos por Bolivia, México y Argentina.

La cantidad de emisiones registradas en bolsa en América Latina ha mostrado similar dinamismo pasando de 8.490 a 16.776 entre 2003 y 2013, con una evolución proporcionalmente más acentuada en el segmento corporativo, que creció punta a punta un 183%. En algunos mercados la participación de este segmento, para el último año, ha representado más del 80% del total registrado (Colombia, Argentina, Quito, Panamá).

Los valores extranjeros de renta fija mantienen una presencia interesante en los mercados centroamericanos, particularmente en Costa Rica y El Salvador, donde su participación se ubica en torno al 30% de las emisiones registradas totales para el último año.

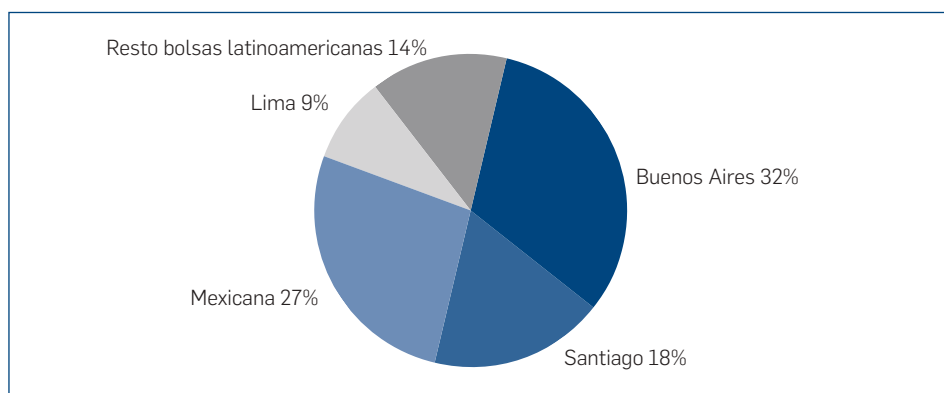
En los mercados bursátiles de España y Portugal los montos operados en renta fija pasaron de U\$S 3.055.684 millones en 2003 a U\$S 8.531.232 millones en 2013, con un incremento del 179%, tal como se observa en el gráfico anterior, representando el mercado español el 99% del total. El mercado mantuvo tasas estables de crecimiento anual entre 2003 y 2009, en torno al 18%; entre 2010 y 2011 la operatoria aumentó un 35% y para el año siguiente el incremento fue cercano al 60%. También en el

mercado bursátil de renta fija español la proporción de la operatoria de valores emitidos por el sector corporativo evidenció mayor dinamismo relativo, pasando del 14 al 20% del total entre 2003 y 2013, con un incremento punta a punta, cercano al 300%.

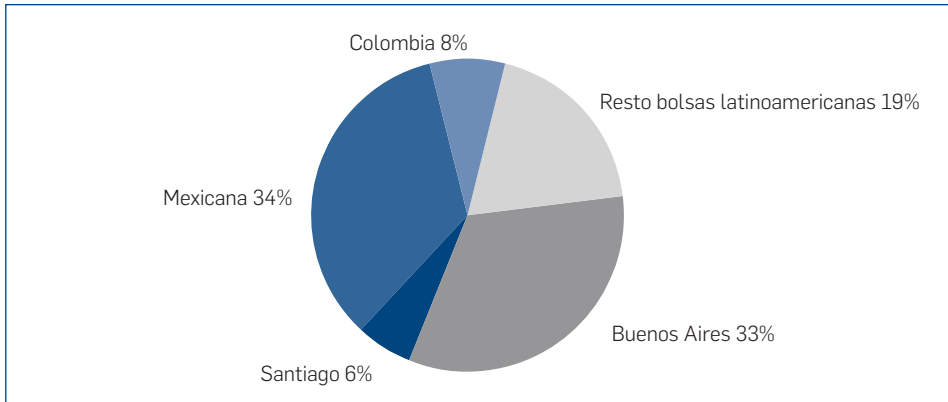
Por su parte, la cantidad de emisiones de renta fija registradas en bolsa en los mercados de la Península Ibérica ha pasado de 2.908 en 2003 a 4.098 en 2013, evidenciando cierta estabilidad punta a punta en el segmento de la deuda pública y un incremento del 50% en el segmento corporativo. Para 2013, la proporción de valores de deuda emitida por el sector privado registrada en bolsa, respecto al total de renta fija registrado en el mercado bursátil español, ascendía al 88%.

El **financiamiento a través de la emisión de renta fija** en los mercados bursátiles evidencia un interesante comportamiento. En el sector corporativo, por ejemplo, el flujo emitido a través de las bolsas de América Latina en 2003 totalizó 12.080 millones de dólares, cifra que se elevó en 2010 a cerca de 40.000 millones de dólares, cayendo levemente con posterioridad a este año. En 2013 el flujo de financiamiento vía emisiones de renta fija corporativa fue de 31.234 millones de dólares. Cabe señalar que para la década 2003-2013 este monto representó cerca de 280.000 millones de dólares. Los mercados con mayores tasas de crecimiento en los flujos anuales de emisiones de renta fija corporativa —en la comparación de los años 2003 y 2013— fueron Panamá, Argentina, Ecuador y Bolivia.

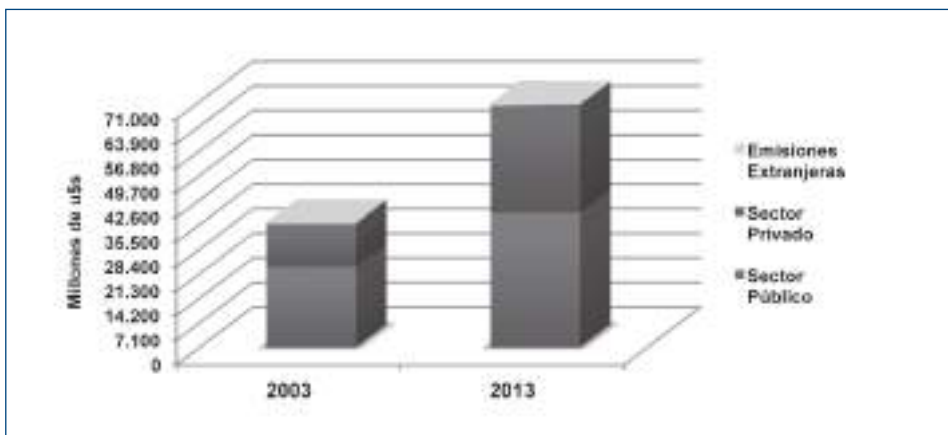
Flujos de Inversión. Nuevas Emisiones de Renta Fija Listadas



Flujos de Inversión. Nuevas Emisiones de Renta Fija Listadas



Flujos de Inversión. Nuevas Emisiones de Renta Fija Listadas. Total de Bolsas Latinoamericanas*



*Bolsas Miembros de la FIAB

4. MERCADOS DE DERIVADOS

Los mercados derivados iberoamericanos han evidenciado un notable dinamismo en la última década. En 2003 la situación regional permitía observar que las bolsas y mercados brindaban soporte a la operatoria de opciones en acciones en Buenos Aires, Brasil y España; los dos últimos mercados y México ofrecían asimismo opciones o futuros en el Índice líder. Colombia tenía habilitadas las operaciones a plazo de cumplimiento financiero, que la Bolsa asimilaba a un derivado. Paulatinamente, a lo largo de los últimos años, se ha observado una mayor diversificación de los mercados

derivados en las principales plazas iberoamericanas, así como el lanzamiento de estos productos en otros mercados de la región.

A fines de 2013, la situación, en forma sintética, era la siguiente:

- 1) Opciones sobre acciones: ofrecidas en Buenos Aires, BM&FBOVESPA, MEFF y Mexder.
- 2) Futuros sobre acciones: en Colombia, MEFF, Mexder y Euronext Lisboa.
- 3) Opciones sobre ETFs: en BM&FBOVESPA y Mexder.
- 4) Opciones sobre Índice de acciones: en BM&FBOVESPA, MEFF y Mexder.
- 5) Futuros sobre Índice de acciones: en BM&FBOVESPA, Colombia, MEFF, Mexder y Euronext Lisboa.
- 6) Opciones sobre bonos: en Buenos Aires.
- 7) Futuros sobre bonos: en Rofex, BM&FBOVESPA, BME y Mexder.
- 8) Opciones sobre tipo de cambio: en Rofex, BM&FBOVESPA y Mexder.
- 9) Futuros sobre tipo de cambio: en Rofex, BM&FBOVESPA, Colombia, Costa Rica y Mexder.
- 10) Opciones sobre tasa de interés: en BM&FBOVESPA.
- 11) Futuros sobre tasa de interés: BM&FBOVESPA, Mexder y Colombia.
- 12) Futuros sobre variación IPC: en Colombia.
- 13) Opciones sobre diversos commodities: en MaTba (6 productos diferentes), Rofex (7 productos diferentes) y BM&FBOVESPA (6 productos).
- 14) Futuros sobre commodities: en MaTba (9 productos), Rofex (8), BM&FBOVESPA (7), México (maíz) y Colombia (energía eléctrica).

Se presenta a continuación un cuadro que expone los principales mercados y contratos de derivados financieros disponibles en Iberoamérica, con referencia al número de contratos abiertos a fines de 2013.

Contrato	Bolsa	Número de contratos abiertos. 2013
Opciones sobre Acciones	Buenos Aires	594.631
	BM&FBOVESPA	15.315.460
	BME	8.219.233
	Mexicana	13.109
Futuros sobre acciones	Colombia	9.542
	BME	934.770
	Mexicana	3.250

Contrato	Bolsa	Número de contratos abiertos. 2013
Opciones sobre Índice de acciones	BM&FBOVESPA	44.890
	MEFF	572.241
	Mexder	4.087
Futuros sobre Índice de acciones	BM&FBOVESPA	241.366
	Colombia	50
	Meff	85.015
	Mexder	46.485
	Euronext Lisboa	10.934
Opciones sobre Bonos	Buenos Aires	53.931
Futuros sobre Bonos	Rofex	4.269
	BM&FBOVESPA	274
	MEFF	954
	Mexder	56.536
Opciones sobre Tipo de cambio	Rofex	5.562
	BM&FBOVESPA	823.625
	Mexder	500
Futuros sobre Tipo de cambio	Rofex	3.117.581
	BM&FBOVESPA	1.411.203
	Colombia	3.542
	Mexder	796.931
Opciones sobre Tasa de interés	BM&FBOVESPA	17.364.407
Futuros sobre Tasa de interés	BM&FBOVESPA	16.317.577
	Mexicana	3.973.172
	Colombia	2.510

Mayor información estadística, así como datos sobre contratos de commodities negociados en el ámbito de las bolsas y mercados miembros de la FIAB, puede ser consultada en los Anuarios Estadísticos y en los Informes Mensuales en la página web³.

■ 5. OTROS MERCADOS Y PRODUCTOS

Ampliando la oferta de instrumentos y mercados ya comentados (renta variable, renta fija y derivados) una interesante característica de los mercados bursátiles de América Latina tiene que ver con la diversidad de instrumentos específicos que están disponibles en algunos de ellos. Las estadísticas de la FIAB recogen esta particularidad desde hace algunos años en el Anuario Estadístico y en los Informes Mensuales.

A fines del año 2013, además de los mercados para acciones y bonos de Pymes, ya mencionados, existían mercados de Fondos de Inversión de Pymes negociados en las bolsas de Bolivia y Lima, así como mercados de bonos corporativos de corto plazo y de fideicomisos Pymes en la Bolsa de Rosario, un mercado alternativo de valores en la Bolsa de Lima y mercados a la vista y fraccionarios para Pymes en BM&FBOVESPA.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires admitía a negociación cheques de pago diferido de más de 10.000 empresas Pymes, que lograban financiamiento de corto plazo en el mercado a tasas más convenientes que en la plaza bancaria.

La Bolsa Boliviana de Valores brindaba a las empresas la posibilidad de transar los pagarés bursátiles y papeles comerciales hasta 270 días y las bolsas de Ecuador y Lima negociaban deuda de corto plazo a la vez que, en los dos primeros casos, ofrecían un Registro Especial de Valores no inscritos de renta fija.

Por su parte, destaca la importancia relativa de los mercados de instrumentos de intermediación financiera y de instrumentos monetarios negociados en la Bolsa de Comercio de Santiago. En 2013 los montos operados en ellos ascendieron a U\$S 548.649 y U\$S 279.225 millones de dólares, respectivamente.

Como alternativa de inversión en valores extranjeros disponible en los mercados locales, destacan los Mercados Globales de México y, en un status aún acotado en términos de operatoria, Colombia, así como la presencia de los Cedear en Buenos Aires.

3. www.fiabnet.org

Bolsa	Mercado / Producto	2013 Millones de U\$S
Buenos Aires	Cedear	525,92
	Ejercicios de Opciones	199,33
	Préstamos de Títulos Valores	455,57
	Cheques de pago Diferido	546,39
Rosario	Cheques de pago Diferido	170,28
Boliviana	Papeles comerciales hasta 270 días	4,16
	Pagarés Bursátiles	41,65
	Letras del TGN	1.338,00
BM&FBOVESPA	Préstamos de Valores	452.445,34
Santiago	Deuda a Corto Plazo	831,67
	Instrumentos Monetarios	279.224,17
	Instrumentos de Intermediación Financiera	548.649,39
Colombia	Mercado Global Colombiano	1,17
	Divisas	105.164,82
Costa Rica	Mercado de Dinero	10.781,25
Guayaquil	Deuda Corto Plazo	1.579,63
	Registro Especial de Valores no Inscritos (Títulos de Renta Fija)	11,42
Quito	Registro Especial de Valores no Inscritos (Títulos de Renta Fija)	8,69
	Renta Fija a corto plazo	569,63
El Salvador	NCTP's, LETES, PBD's, Cencilis	316,00
Mexicana	Mercado Global	9.026,31
Lima	Deuda Corto Plazo Mercado Secundario	68,42
	Certificados de Depósito	21,47

6. DINÁMICA DE LOS MERCADOS BURSÁTILES EN EL ÚLTIMO AÑO

De acuerdo a información brindada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), al mes de diciembre de 2014 el crecimiento económico en América Latina evidencia una desaceleración. Los precios mundiales de las materias primas que producen los países latinoamericanos se han debilitado, vinculado a los pronósticos de desaceleración del crecimiento en los principales demandantes de las mismas.

Por otra parte, el acceso de los países emergentes a capitales externos se podría ver afectado a partir del cambio de la Reserva Federal de Estados Unidos en su política monetaria expansiva.

La evolución del mercado de capitales en la región no puede ser entendida como un proceso aislado. Por el contrario, la dinámica de la economía en los países latinoamericanos en el último año se ha visto reflejada, en general, en el comportamiento de los mercados bursátiles. El actual panorama presenta renovados desafíos para la región y para sus mercados bursátiles.

La **capitalización bursátil** de las empresas domésticas, expresada en dólares, para el conjunto de bolsas y mercados de América Latina miembros de la FIAB mostró en 2014 menor dinamismo que durante el período 2003-2013. Ha pasado de un total regional de 3.455.420 millones de dólares en diciembre de 2013 a 3.003.507 millones en diciembre de 2014, con un descenso anual del 13,07%.

La capitalización bursátil de las bolsas de Argentina, Bolivia, Ecuador, Panamá y Venezuela registró una variación positiva durante el mencionado período. Una evolución diferente se dio en los casos de Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, México y Perú, que mostraron caídas en este indicador.

En España, la capitalización bursátil, medida en moneda doméstica, se mantuvo relativamente constante. En tanto, valuada en dólares, cayó un 11%. En el caso de Portugal, la capitalización bursátil descendió un 18% y un 28%, valuada en moneda doméstica y en dólares, respectivamente.

Por otra parte, **el número de sociedades listadas** se acrecentó en el último año. En diciembre de 2013, las bolsas miembros de la FIAB registraron un total de 4892 empresas. Para diciembre de 2014, ese valor se elevó a 5098. Mientras que se observa un incremento de 217 sociedades domésticas, se registran 11 extranjeras menos.

Brasil, Chile y Perú continúan teniendo las bolsas con mayor cantidad de sociedades listadas de Latinoamérica. Por su parte, España registró un total de 3452 sociedades listadas a fines de diciembre de 2014.

Los **montos negociados en acciones** en 2014 mostraron un comportamiento disímil en Iberoamérica. Por un lado, las bolsas con mayor operativa accionaria de la región registraron, en líneas generales, un descenso en los montos entre 2013 y 2014. La operatoria anual, valuada en dólares, cayó en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Se observó un comportamiento diferente para las bolsas de Argentina, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Panamá y Venezuela, en donde los montos ascendieron.

En tanto, España y Portugal incrementaron la operatoria anual en acciones, expresada en dólares, en un 23,50% y 40,48%, respectivamente.

Los **fondos de inversión** son instrumentos de ascendente participación en las bolsas de la región que buscaron, en los últimos años, atraer a los pequeños y medianos inversores al mercado financiero. Si bien en la actualidad no todas las bolsas miembros de la FIAB cuentan con este tipo de instrumentos, el interés por los mismos es creciente. Los montos operados en fondos de inversión por el conjunto de bolsas miembros de la FIAB se acrecentaron un 101,9% entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014. Brasil, Chile y Perú fueron los mercados más activos en este segmento.

En el agregado, la cantidad de fondos de inversión aumentó. A nivel regional, se registraron 23 nuevos fondos de inversión, destacando la dinámica evolución observada en las bolsas de Bolivia, Brasil y Santiago.

La cantidad de operaciones que realizaron los fondos de inversión también aumentó para las bolsas miembros de la FIAB durante 2014. En conjunto, se registró un 54,90% más de operaciones de fondos de inversión en dicho período.

Los **Índices Generales** de las bolsas miembros de la FIAB no mantuvieron, en términos generales, la favorable evolución de la última década. Los Índices Generales de las Bolsas de Brasil, Chile, Colombia, El Salvador, España, México, Perú y Portugal presentan variaciones negativas, en términos de dólar, entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014. Por el contrario, los índices de Costa Rica y Ecuador mostraron una interesante evolución.

Los **flujos de inversión accionaria a través de emisiones en bolsa** se retrajeron un 52,56% entre 2013 y 2014. Disminuyeron los incrementos de capital tanto de las emisoras existentes, como de las nuevas empresas. En 2014, se registraron 35 nuevas

emisoras en las bolsas iberoamericanas, de las cuales 22 son domésticas y 13 extranjeras. Por otra parte, 14 de estas nuevas emisoras de renta variable accedieron al mercado a través de IPO's, mientras que las 21 restantes lo hicieron a través de otros mecanismos.

Los montos operados en renta fija evolucionaron, entre 2013 y 2014, con gran disparidad entre las diferentes bolsas. En el agregado, crecieron un 17%. Colombia, que había sido el mercado más activo en la última década, registró una disminución del 16%. Argentina, Chile y España completan el grupo de bolsas que mayores montos de renta fija operan. En estos, los montos, valuados en dólares, aumentaron.

Los montos de las nuevas emisiones de renta fija admitidas a negociación cayeron un 57% para la totalidad de Bolsas de la FIAB en el último año. Si bien esta disminución se dio en ambos sectores, en el sector público fue más pronunciada.

Centrando el análisis en los flujos de financiamiento vía renta fija, se observa que los mercados de Brasil, Costa Rica, Guayaquil, El Salvador, Panamá y Lisboa presentan evoluciones negativas entre 2013 y 2014. En las bolsas de Argentina, Bolivia, Colombia, Lima y República Dominicana, los flujos de financiamiento mediante renta fija, por el contrario, aumentaron. Cabe destacar el caso de República Dominicana, donde los montos de las nuevas emisiones de renta fija ascendieron significativamente en 2014.

Durante el último año las bolsas de la región han trabajado decididamente en diversas iniciativas orientadas a concretar una mayor integración de los mercados.

En julio de 2014, la Bolsa de Valores de Montevideo y la Bolsa de Valores y Productos de Asunción firmaron un convenio de operación, liquidación y custodia de valores. Este acuerdo tiene como objetivo facilitar las transacciones de títulos registrados en ambas bolsas.

La Bolsa Mexicana de Valores se incorporó al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), conformado por Chile, Colombia y Perú desde 2011. La capitalización bursátil conjunta del MILA, con la incorporación de México, fue para el mes de diciembre de 2014 de 939.076,33 millones de dólares. Asimismo, MILA es el primer mercado por valor de capitalización y por número de compañías listadas, con un total de 791 en diciembre de 2014. Esta integración ampliará las posibilidades de inversión y financiación para los agentes, posibilitará mayor diversificación y aumentará la liquidez del mercado.

A raíz de la profunda reforma en el mercado bursátil argentino que se deriva de la entrada en vigencia de la Ley N° 26.831 de Mercados de Capitales, se está llevando a

cabo una interconexión de los mercados domésticos mediante sus plataformas operativas, lo que permitirá simplificar las condiciones de negociación.

Durante el período 2013-2015, con base en el Plan de Trabajo de la Presidencia, la FIAB tiene en ejecución el Proyecto "Diagnostico y recomendaciones para remover inhibidores a nivel macro y micro que impiden o restringen el desarrollo de los mercados de capitales en la región y la inversión transfronteriza", para el cual se cuenta con una cooperación técnica de la CAF.

Uno de los aspectos que considera el Proyecto se refiere precisamente a las características de calidad de los mercados, tema que incluye aspectos relevantes en materia de Gobierno Corporativo, los procesos de colocación de las emisiones, información, mecanismos de formación de precios y desarrollo de productos, en el entendimiento que, más allá de los efectos cíclicos sobre los mercados, la calidad, profundidad y transparencia de los mismos son centrales a la hora de considerar sus posibilidades de desarrollo y de cumplir eficientemente su función de canalizar financiamiento hacia la inversión.

En síntesis, la evolución de los mercados bursátiles iberoamericanos en los últimos años, tal como se ha referido en este capítulo, ha evidenciado un importante desarrollo tanto en términos cuantitativos como en lo que respecta a las condiciones de calidad de los mercados, a la diversidad de productos ofrecidos y a las posibilidades de una más eficiente integración regional.

CAPÍTULO 2

Tendencias y perspectivas internacionales del Gobierno Corporativo

Jaime Ponce Huerta¹

Director General del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. PRINCIPALES ÁREAS DE DEBATE RECIENTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. IMPULSOS DE REFORMA DE LAS PRINCIPALES INSTITUCIONES INTERNACIONALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a) Sesgo cortoplacista de los inversores institucionales

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

e) Dificultades para el ejercicio de los derechos políticos

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5. REFORMA DEL MARCO LEGAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA

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

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

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

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

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

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

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

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

Las medidas se estructuran en torno a dos grandes bloques.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CAPÍTULO 3

15 años de Gobierno Corporativo en Iberoamérica. Líneas generales de su nacimiento y evolución

Maria Clara Oliveira Ribeiro Troncoso

Asesora del Directorio de la CVM de Brasil

Oscar Rawlins

Jefe de la Unidad de Normativa y Asuntos Internacionales de la SMV de Panamá

Carlos Rivero

Superintendente Adjunto de Investigación y Desarrollo de la SMV del Perú

Nabil Miguel

Socio del Estudio Jurídico Miguel & Miguel

1. INTRODUCCIÓN
2. LA ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS (OCDE)
 - 2.1. Principios de la OCDE sobre Políticas de Buen Gobierno para las Sociedades
 - 2.1.1. Contenido de los Principios
 - 2.1.2. Aplicación y revisión de los Principios
 - 2.1.3. Revisión por pares (*Peer Review*)
 - 2.1.4. Directrices para Empresas Estatales
 - 2.2. Gobierno Corporativo en América Latina
 - 2.2.1. Informe Oficial
 - 2.2.2. Nuevas reuniones e iniciativas de la Mesa Redonda
 - 2.2.3. El Círculo de Empresas
3. CAF-BANCO DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA
4. INICIATIVAS DESDE EL SECTOR PRIVADO PARA PROMOVER EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO
5. CONCLUSIONES

1. INTRODUCCIÓN

Hablar sobre Gobierno Corporativo en Iberoamérica, es hacer un compendio de quince años de esfuerzos, innovación y creatividad en el mundo empresarial, con el objetivo de mejorar las cosas, cambiar la filosofía de hacer negocios, alcanzar una mayor transparencia en la información, y fortalecer la protección de los inversores.

El concepto de Gobierno Corporativo nace bajo la concepción de una empresa moderna, sostenible, que alcance utilidades para sus accionistas, logrando la identificación de responsabilidades y la delegación de poder en las tomas de decisiones. Actualmente, dicho concepto ha ido evolucionando, a tal punto que se puede hablar de composición de directores y profesionalización de los mismos, metodologías y evaluación de desempeño, incluyendo conceptos más amplios a los ya conocidos como organización empresarial, y adopción de buenas prácticas comerciales. Asimismo, para el bien de las empresas, hoy el Gobierno Corporativo también se preocupa por temas como la ética comercial y empresarial, logrando mitigar los conflictos de interés.

El presente capítulo persigue ofrecer una visión de los principales avances experimentados en Iberoamérica en los últimos quince años, sintetizando la valiosa contribución de instituciones como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y de CAF-banco de desarrollo de América Latina (CAF) en la formación de una cultura de Gobierno Corporativo, así como del aporte del sector privado por difundir, capacitar y promover las mejores prácticas de buen Gobierno Corporativo en la región.

2. LA ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS (OCDE)

La historia del Gobierno Corporativo está estrechamente relacionada con las actividades realizadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Fundada en la década de los años sesenta, la OCDE es responsable del desarrollo de políticas que buscan promover el crecimiento económico y el empleo sostenible, con el aumento de la calidad de vida y la estabilidad financiera de los países miembros y, también, contribuir a la expansión económica de estos países, y la expansión del comercio mundial¹.

1. La OCDE fue fundada de acuerdo con la convención firmada por sus países miembros el 14 de diciembre de 1960, pero solamente entró en vigor en 30 de septiembre de 1961. Sin embargo, cabe destacar que el origen de esta organización se remonta a finales de la Segunda Guerra Mundial, cuando líderes de los países europeos constataron que la preservación de la paz reciente debería ser fomentada por la cooperación y la reconstrucción de los países derrotados, no por su punición. En este contexto, la Organización

De conformidad con estos objetivos, la organización comenzó a discutir en 1998 iniciativas relacionadas al Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas. Entre las razones para elegir el tema, hay que mencionar la percepción de que las buenas prácticas pueden mejorar la confianza de los inversores, y contribuir a la eficiencia del mercado y el crecimiento económico, en beneficio del funcionamiento de la economía de todos los países miembros.

2.1. Principios de la OCDE sobre Políticas de Buen Gobierno para las Sociedades

En 1999 la organización lanzó los Principios de la OCDE sobre Gobierno Corporativo (en adelante "Principios"), que se convirtieron en una referencia internacional para la discusión del tema y constituyeron las bases de lo que la OCDE considera esencial para el desarrollo de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

En la elaboración de los Principios, la OCDE reconoció que el tema del "Gobierno Corporativo" podría abarcar una amplia gama de aspectos relacionados con las decisiones tomadas dentro de una empresa o sociedad. Los Principios tuvieron como objetivo principal abordar materias relacionadas con la separación entre la propiedad y la gestión, y los llamados conflictos de agencia.

Este objetivo no dejará de enseñar una multiplicidad de factores, puesto que los diferentes contextos en que los Principios se pueden aplicar presentan variaciones con respecto al propio conflicto de agencia. A manera de ejemplo, mientras que en algunas jurisdicciones el principal conflicto verificado en las empresas públicas es entre los administradores y los accionistas, en otras jurisdicciones el principal conflicto es el que opone los intereses de los accionistas mayoritarios y minoritarios.

Los conflictos que realmente existen en cada empresa o sociedad pueden tener diferentes matices, que requieren la adopción de diversas prácticas de Gobierno Corporativo. Por ejemplo, se puede mencionar la necesidad de abordar de forma más específica el interés de empleados y acreedores, así como también la existencia de características particulares de los agentes implicados (como las diferentes demandas que se pueden comprobar cuando el controlador es una empresa de familia o un gran grupo económico, o cuando los accionistas minoritarios son inversores individuales o inversores institucionales).

para la Cooperación Económica Europea (*Organisation for European Economic Cooperation – OEEC*) fue fundada en 1948 para dirigir el Plan Marshall, financiado por los Estados Unidos con el objetivo de recuperar los países afectados por la guerra, y ha contribuido para las iniciativas de cooperación entre las naciones. Posteriormente, con la adhesión de los Estados Unidos y Canadá a los miembros de la OEEC, la OCDE fue fundada, en busca de la cooperación a escala mundial.

De forma general, los Principios se refieren a las siguientes áreas:

- i) El marco jurídico y la base para la aplicación de los Principios en cada jurisdicción.
- ii) Los derechos fundamentales de los accionistas y las condiciones para el ejercicio de esos derechos.
- iii) El tratamiento equitativo de los accionistas.
- iv) El papel de otros individuos con intereses relevantes en el Gobierno Corporativo, como los empleados y los acreedores.
- v) La divulgación de las informaciones y la transparencia.
- vi) La responsabilidad de los órganos de la administración.

A pesar de apuntar a un conjunto de temas que considera esenciales, la OCDE se preocupó en señalar que los Principios no constituyen normas rígidas, en lugar de esto, presentan normas vinculantes y buenas prácticas de gobierno que deben observarse de conformidad con las particularidades del contexto jurídico y económico de cada país o región (tales como reglamentos vigentes, autorregulación, iniciativas voluntarias de las empresas y las fuerzas del mercado).

Los Principios no apuntan a un único modelo de Gobierno Corporativo, pero presentan objetivos que deben alcanzarse en el desarrollo de cada modelo. Además, estos Principios fueron concebidos para permitir el desarrollo o la adaptación de prácticas de buen gobierno a lo largo del tiempo, conforme los nuevos retos enfrentados por cada jurisdicción.

Debido a su carácter flexible y dinámico, los Principios constituyen normas orientadoras que deben ser complementadas por reglas más específicas creadas por la regulación de cada país o región. En otras palabras, su observación es obligatoria para los países miembros de la OCDE², pero la manera efectiva para implementarlos puede variar.

Como consecuencia, corresponde a cada regulador orientarse por los Principios, analizar los costos y beneficios de la regulación, e identificar las formas que consideren más adecuadas para permitir la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo por las empresas o sociedades, incluso para que éstas posean las condiciones necesarias para innovar y enfrentar los retos que surgen en el día a día.

2. Actualmente, los países miembros de la OCDE son: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chile, Corea, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, República Checa, Reino Unido, Suecia, Suiza, y Turquía. Sin embargo, la OCDE se mantiene en contacto permanente con los países no miembros y mantiene relaciones de cooperación con más de 70 de ellos, entre los cuales se destacan Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica e Indonesia. Colombia inició el proceso de adhesión a la OCDE en octubre de 2013.

En la práctica, los Principios se han convertido en la base principal de iniciativas legislativas y reglamentarias de los países de la OCDE, incluso los que todavía no son miembros, y guían a los participantes del mercado (entre los cuales se encuentran las empresas, los inversores y entidades de autorregulación) en la discusión y el desarrollo de buenas prácticas de buen gobierno.

Cabe señalar que los Principios fueron concebidos para las compañías abiertas o de cotización pública, pero en la práctica se han adoptado incluso para debatir el Gobierno Corporativo de aquellas empresas de capital cerrado (empresas privadas). La difusión de los Principios y su recepción incluso por países no pertenecientes a la OCDE revela que, por un lado, la adhesión a buenas prácticas de Gobierno Corporativo es un factor cada vez más importante en las decisiones de los inversores, y que contribuye a la reducción del costo del capital y la obtención de fuentes de financiamiento de las empresas (por ejemplo, cuando actúa como un factor de atracción para los inversores extranjeros).

Los Principios reforzaron su relevancia en la medida en que el Consejo de Estabilidad Financiera³ los consideró como una de las doce normas fundamentales para sistemas financieros sólidos, y el Banco Mundial (World Bank) pasó a considerarlos como la base para sus informes sobre el cumplimiento de estándares y códigos relacionados al Gobierno Corporativo (ROSC – *Reports on the Observance of Standards and Codes*).

2.1.1. Contenido de los Principios

En general, los Principios se dividieron en los seis temas señalados anteriormente, y fueron redactados en forma de declaraciones. Adicionalmente, cada uno de ellos fue acompañado de notas que guían la comprensión de sus objetivos por parte de sus intérpretes y ejecutores.

Los primeros Principios establecidos por la OCDE están relacionados con el marco legal e institucional de las reglas de Gobierno Corporativo, para asegurar su efectiva aplicación. Consecuentemente, estos Principios proporcionan otros tipos de estándares que permiten que los mismos sean realmente observados por las empresas a las que se destinan.

Más que un aspecto formal, lo que importa es que el contenido de las normas sobre esta materia permita su cumplimiento por las diversas sociedades de la jurisdicción en cuestión, reflejando también una ponderación de las políticas sobre los costos y beneficios de la imposición de tales normas.

3. Financial Stability Forum, transformado en 2008 para FSB – Financial Stability Board.

Por otra parte, los Principios hacen énfasis en que su cumplimiento y efectividad dependen de la existencia de un marco institucional sólido, que tenga los recursos para crear y supervisar las normas establecidas.

Otro elemento revisado por los Principios corresponde a los derechos de los accionistas. En esta área, los Principios presentan una lista de derechos de los accionistas que se consideran esenciales, entre ellos: tener métodos seguros de registro y prueba de titularidad de las acciones, posibilidad de transferencia de las acciones, obtención de informaciones completas e inmediatas, participación y el ejercicio del derecho a voto en las juntas generales de accionistas, participación en la elección de administradores y en las utilidades de la empresa.

Además, los Principios abordan la necesidad de viabilizar el ejercicio de los derechos considerados básicos y de otros que se pueden conceder a los accionistas. A manera de ilustrar este aspecto, se menciona que los accionistas tengan el derecho a participar en todas las decisiones que resulten en cambios estructurales en las empresas (tales como los cambios estatutarios, emisión de nuevas acciones y elección de administradores), el accionista debe recibir información suficiente e inmediata para reflexionar sobre estas deliberaciones. Más que eso, la información recibida por el accionista debe permitirle tomar decisiones conscientes, teniendo en cuenta los derechos resultantes (por ejemplo, en el caso de deliberaciones acerca de fusiones o venta de una parte sustancial de los activos de la empresa).

La participación en las decisiones es reforzada por los Principios en la medida en que ellos también determinan que los derechos de voto se pueden ejercer directamente o por medio de representación en la Junta de Accionistas y se debe facilitar la expresión de la voluntad, como por ejemplo, votaciones mediante la adopción de recursos o medios tecnológicos.

Por otra parte, aunque se requiera una concentración mínima de capital, los accionistas deben tener derecho a participar en las deliberaciones sociales con la posibilidad de proponer materias para el orden del día de las reuniones.

Además de describir sus derechos básicos, los Principios también establecen que todos los accionistas sean tratados de manera equitativa y justa, teniendo la oportunidad de obtener incluso una reparación efectiva por cualquier violación de sus derechos.

Para garantizar el tratamiento equitativo a los accionistas, los Principios sugieren que deben ser reforzados tanto los derechos de los accionistas clasificados como "ex ante" (como el derecho de preferencia para suscripción de acciones en aumentos de capital y la aprobación de cualquier cambio de derechos a voto en las acciones de su

titularidad) como los designados como "ex post" (en particular, los derechos de indemnización por los daños sufridos). Además de reforzarlos, estos derechos deben ser los mismos para los accionistas de la misma clase.

Los Principios también mencionan la necesidad de trato equitativo y no discriminatorio entre los accionistas nacionales y extranjeros, con la reducción de los obstáculos que impidan a los titulares de certificados de depósito ejercer sus derechos (como el ejercicio del derecho a voto y la obtención de información) de la misma forma que los titulares directos de acciones.

Otro pilar fundamental de los Principios corresponde a la divulgación inmediata y objetiva de la información. En este ámbito, los Principios tratan de mantener la confianza de los inversores en el mercado de capitales, permitiéndoles acceder a información suficiente para evaluar la orientación de la gestión, tomar decisiones informadas en cuanto al valor y los derechos conferidos por las acciones negociadas en el mercado y comparar la información disponible acerca de diferentes empresas.

Aunque los costos sobre el tipo de información y los medios de difusión utilizados deben ser ponderados por cada jurisdicción, la OCDE considera obligatoria la divulgación de información sobre los resultados financieros y operacionales de las empresas, objetivos, existencia de accionistas con participaciones significativas en el capital social o en el ejercicio del derecho a voto, composición de la administración y la política de remuneración, transacciones entre partes relacionadas y factores de riesgo previsible.

Finalmente, como ejemplo y a manera de presentar una visión general de los Principios, es importante mencionar que el último tema abordado por éstos, corresponde a la responsabilidad de la administración. Los Principios refuerzan la necesidad de responsabilizar a la gestión por sus decisiones ante los accionistas y, a su vez, destacan las funciones relacionadas a la gestión estratégica de la empresa, supervisión y de auditoría de las directrices establecidas por ella.

Cuando se trata de esos deberes, los Principios tienen como objetivo la búsqueda de que los órganos de administración actúen de forma eficiente, bajo estándares de confiabilidad, de buena fe, independencia y diligencia para servir a los mejores intereses de la empresa y de sus accionistas. Entre los deberes de gestión, los Principios llaman la atención sobre el papel central desempeñado por el deber de lealtad para apoyar el cumplimiento de éstos, por ejemplo, con respecto al trato equitativo de los accionistas y la supervisión de las transacciones entre partes relacionadas.

Adicionalmente, los Principios especifican algunas de las funciones básicas de la gestión, tales como:

- i) Dirigir la estrategia de la empresa y supervisar su aplicación.
- ii) Supervisar la eficacia de las prácticas de gobierno y hacer cambios cuando sea necesario.
- iii) Seleccionar, compensar, supervisar y, cuando sea necesario, reemplazar los principales ejecutivos de la empresa.
- iv) Ajustar la remuneración de la gestión a los intereses de largo plazo de la empresa y sus accionistas.
- v) Garantizar un procedimiento formal y transparente para la elección y designación de los administradores.
- vi) Supervisar y controlar posibles conflictos de intereses entre gestores, administradores y accionistas, incluso en transacciones entre partes relacionadas.
- vii) Garantizar la integridad de los sistemas de contabilidad e informaciones financieras, incluso con respecto a la contratación de auditoría independiente y establecimiento de controles de riesgos financieros y operativos.
- viii) Supervisar la divulgación de la información.

2.1.2. Aplicación y revisión de los Principios

Desde el lanzamiento de los Principios en 1999, la OCDE supervisa su aplicación en los países miembros, y acompaña el desarrollo de nuevas prácticas de gobierno, la aparición de tendencias, y nuevos retos a nivel mundial.

Además de integrar el rol de las actividades ordinarias de la OCDE, este trabajo de supervisión también permite que la organización reflexione sobre la evolución del Gobierno Corporativo y revise los Principios aplicados en nuevos contextos. La propia OCDE ha reconocido desde 1999, que los Principios deben ser flexibles para permitir la evolución de las prácticas de buen gobierno frente a nuevas circunstancias, debiendo las propias empresas tener el interés en innovar o adaptar las prácticas por ellas adoptadas como una manera de mantenerse competitivas en un mundo empresarial en constante cambio.

Por lo tanto, teniendo en cuenta el progreso natural de los debates sobre esta cuestión, la OCDE promovió en 2004 la primera revisión de los Principios, con el objetivo de reflexionar sobre éstos y garantizar a través del tiempo la preservación de su calidad, pertinencia y utilidad, tal y como se ha señalado en el Capítulo 2 de este Estudio.

En particular, el proceso de revisión surgió de la percepción por parte de los reguladores presentes en los países miembros de la OCDE, de las contribuciones previstas por el buen gobierno para la estabilidad del mercado financiero, de la inversión y del crecimiento económico. Fomentar la discusión del tema también fue respaldado por el hecho de que, sobre todo después de 1999, las empresas y los inversores llegaron

a reconocer el valor de la gestión empresarial, respectivamente, en términos de competitividad y de agregar valor a las inversiones.

En este escenario, el proceso de revisión se basó en la experiencia acumulada por los países miembros en cuanto a la identificación y superación de desafíos en materia de Gobierno Corporativo. Por otra parte, en los dos años anteriores a la actualización de los Principios, se recibieron contribuciones de otras organizaciones internacionales, de países fuera de la OCDE y del sector privado.

La primera revisión de los Principios fue acompañada en 2006 por la divulgación de orientaciones para la evaluación de la aplicación efectiva y eficaz de los Principios (*Methodology for Assessing Implementation of the OECD Principles of Corporate Governance*). Sin alejarse de la premisa de que todos los principios se pueden aplicar de varias maneras, según las particularidades de cada jurisdicción, la metodología presentada por la OCDE buscó identificar los elementos claves y objetivos de cada uno de ellos, y establecer criterios para la verificación de su aplicación en cualquier jurisdicción (con la finalidad de regulación, supervisión y aplicación de sanciones en caso de incumplimiento).

Una nueva reflexión sobre los Principios comenzó después de la crisis financiera de 2008, cuando se reveló la insuficiencia de los controles y de ciertas prácticas de Gobierno Corporativo adoptadas por las empresas para garantizar la solidez de sus prácticas empresariales. Como resultado de esta reflexión, la OCDE lanzó una nueva discusión y publicó nuevas recomendaciones sobre temas como la remuneración de la administración, el control del riesgo, el funcionamiento del consejo de administración o juntas directivas y el ejercicio de los derechos de los accionistas.

Continuando las discusiones posteriores a la crisis, ha empezado en 2014 un nuevo proceso para la revisión de los Principios, con expectativa de conclusión en un año. En este nuevo proceso de revisión, la OCDE estima recibir contribuciones del sector privado, inversores, entidades privadas, organizaciones cívicas e internacionales, tratando de revisar los Principios en el contexto de las nuevas circunstancias, pero preservando y valorando los pilares fundamentales, tales como los altos estándares de transparencia, "accountability", la atribución de responsabilidades a la administración respecto a los derechos de los accionistas y al papel de los "stakeholders", elemento clave para el funcionamiento adecuado de un sistema de Gobierno Corporativo.

2.1.3. Revisión por pares (Peer Review)

Para garantizar el cumplimiento de las políticas desarrolladas por la OCDE y contribuir a la efectividad de su supervisión, los países miembros de la organización son también responsables por su supervisión mutua. En cuanto al Gobierno Corporativo,

esta supervisión multilateral adquiere importancia, sobre todo después de la crisis financiera de 2008.

Basándose en la identificación de fallas comunes a los sistemas de control y la falta de prácticas de gobierno adoptadas para evitar las fragilidades que llevaron a la crisis, la OCDE ha iniciado un proceso de supervisión temática, en que se analizaron los países miembros de la organización, y modelos adoptados por otros países que cooperan con la OCDE.

Mediante este proceso se trató de identificar maneras de aplicar los Principios y orientar a los participantes del mercado y a los reguladores, sobre cómo hacer frente a los riesgos verificados en el contexto de la crisis. Además, la OCDE también trató de identificar prácticas de mercado que, aún en etapa inicial, podrían ser potencialmente nocivas en términos de gobernanza. Como resultado, se trataron los siguientes temas:

- i) Los incentivos y riesgos relacionados a la administración.
- ii) El papel de los inversores institucionales en la promoción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo.
- iii) Las transacciones entre partes relacionadas y los derechos de los accionistas minoritarios.
- iv) La elección de los miembros del consejo de administración o juntas directivas (*board*).
- v) La supervisión y "enforcement" en materia de Gobierno Corporativo.
- vi) La gestión de riesgos y Gobierno Corporativo.

Con la finalidad de analizar estas materias, los representantes de los países participantes (miembros de la OCDE) fueron invitados a responder a un cuestionario y presentar una visión de sus respectivos mercados. Como complemento de esta búsqueda y depuración de datos, la OCDE también analizó en profundidad los mercados para una muestra de unos pocos países. Excepto por el último tema (*gestión de riesgos y Gobierno Corporativo*), el cual aún no se ha divulgado, el resto de los temas tuvieron sus análisis publicados por la OCDE entre 2011 y 2013.

2.1.4. Directrices para Empresas Estatales

Junto a los estudios temáticos desarrollados por la OCDE, es importante mencionar las iniciativas de la organización dirigidas al debate de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en las Empresas Estatales⁴, entre las que se destaca el desarrollo de las

4. Aunque se hace referencia de forma genérica, las empresas cubiertas por estas iniciativas corresponden a las controladas por los estados (como accionista único, mayoritario o incluso minoritario) o

directrices de la OCDE sobre Gobierno Corporativo para empresas de control estatal (“Directrices para Empresas Estatales”).

Aunque divulgadas en 2005, las Directrices para Empresas del Estado fueron encomendadas al Grupo de Trabajo sobre la privatización y Gobierno Corporativo de los bienes de propiedad del Estado por el Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE en 2002.

En aquel momento, la OCDE señaló la relevancia ejercida por las empresas controladas por el Estado en muchos países miembros y no miembros. La representatividad de estas empresas en relación con el PIB, la generación de empleo y capitalización bursátil, permitieron visualizar la contribución de las reglas de Gobierno Corporativo para promover la eficiencia económica y la competitividad en estos países.

En este contexto, también se ha señalado que, como propietario y titular, el Estado podría utilizar las herramientas comunes al sector privado (incluyendo los Principios) pero que, sin embargo, enfrentaría desafíos únicos en materia de Gobierno Corporativo. Como ejemplo de estas particularidades, las empresas de propiedad estatal serían objeto de intervenciones políticas, por lo que el Estado tendría diluida su responsabilidad como accionista controlador y no enfrentaría riesgos comunes a otros accionistas controladores, como fusiones y quiebras.

Con el fin de hacer frente a las particularidades de las empresas de propiedad estatal, el Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE consideró relevante la elaboración de directrices específicas para estas empresas, no vinculantes, compatibles y complementarias a los Principios y que, como ellos, permitiesen que cada jurisdicción estudiase los medios para alcanzar los objetivos propuestos. En ese sentido, siguiendo el modelo de los Principios, han sido elaboradas declaraciones aplicables a las empresas estatales, acompañadas por notas de la OCDE, para orientar su comprensión⁵.

En cuanto al contenido, las Directrices para Empresas Estatales abordan lo siguiente:

- i) La relevancia de cada jurisdicción por mantener una estructura regulatoria legal y eficaz para las empresas estatales, de manera que la supervisión y el cumplimiento de las reglas de gobierno sean garantizados.

en las que un estado tiene una participación relevante y también las sociedades controladas por estas empresas.

5. Esta materia se trata con más detalle en el Capítulo 15 de este Estudio.

- ii) Con esto, y también mediante la observación de los Principios, el Estado debe ser sometido, como propietario de las acciones, a las mismas reglas que los demás inversores del mercado. En consecuencia, se mantiene la igualdad entre empresas públicas y privadas y así un ambiente competitivo es preservado.
- iii) Por otra parte, como accionista, el Estado debe establecer una política de gobierno clara, transparente y responsable, actuando de forma transparente e informada. De conformidad con los Principios, debe fortalecerse el requisito de igualdad de trato de todos los accionistas en las empresas de propiedad estatal, evitando la imposición de intereses del Estado como accionista cuando son confrontados con los intereses de los accionistas minoritarios.
- iv) Las empresas estatales tampoco deben renunciar por seguir altos estándares de transparencia y publicidad, debiendo el Estado endosar políticas que garanticen el cumplimiento de los mismos estándares.

2.2. Gobierno Corporativo en América Latina

Otro importante campo de acción de la OCDE en materia de Gobierno Corporativo corresponde a las Mesas Redondas sobre Gobierno Corporativo Regional (*Regional Corporate Governance Roundtables*)⁶, organizadas en colaboración con el Banco Mundial y la *International Finance Corporation (IFC)*.

Mediante su creación, la OCDE ha buscado fomentar el diálogo permanente entre los agentes del mercado de los países miembros y los colaboradores de la organización, reguladores y los formuladores de políticas, así como estimular la cooperación entre ellos. Las discusiones en cada una de las mesas redondas tienen como objetivo llegar a un consenso sobre los temas, definiendo recomendaciones a los participantes.

En el año 2000 se creó la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo (*Latin American Roundtable on Corporate Governance*). Después de las reuniones en Brasil (2000), Argentina (2001), México (2002) y Chile (2003), se elaboró el Informe Oficial sobre Gobierno Corporativo en América Latina (*White Paper on Corporate Governance in Latin America*) ("Informe Oficial")⁷, en el cual se examinó la pertinencia del Gobierno Corporativo en esta región, teniendo en cuenta tendencias y características regionales, así como recomendaciones y prioridades para reformas y prácticas adoptadas.

6. Las mesas redondas regionales y programas por países proporcionan los principales foros para el diálogo y el intercambio de mejores prácticas. Además de en Latinoamérica, se crearon en Asia (1999), Oriente Medio y África del norte (2005), Eurasia, China, Indonesia, India y Rusia. Para más información consultar en: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernance-regionalroundtablesandprogrammes.htm>

7. El informe oficial se basó en información presentada por los representantes de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

En América Latina, la celebración de un debate a nivel regional se justifica por la presencia de un conjunto de similitudes entre los países de la región, en términos históricos, jurídicos, económicos, políticos e incluso lingüísticos, así como la creciente internacionalización de los mercados de cada uno de los países integrantes, viabilizando la identificación de los desafíos comunes.

En cada una de las reuniones de la Mesa Redonda estuvieron presentes líderes políticos, representantes de reguladores, líderes empresariales, inversores, organizaciones no gubernamentales de varios países de América Latina y otras organizaciones multilaterales con interés en el tema. El Informe Oficial, por lo tanto, es resultado de las contribuciones de cada uno de estos agentes en todo el periodo de las reuniones.

2.2.1. Informe Oficial

En general, el Informe buscó: (i) presentar una visión general de los principales temas discutidos en América Latina, mostrando el progreso registrado en esta materia en los últimos años; (ii) hacer recomendaciones a los reguladores y legisladores para reformar y mejorar el Gobierno Corporativo en la región, con base en los Principios; y (iii) contribuir a la discusión de los Principios, sobre todo la revisión hecha en 2004.

Se debe subrayar que todas las recomendaciones incluidas en el Informe Oficial no son vinculantes, pero se formularon con base en el consenso alcanzado por los participantes de la Mesa Redonda. Basados en la experiencia de la OCDE, los intercambios multilaterales han sido el punto de partida para la creación de otras iniciativas de colaboración a nivel regional, lo que llama la atención para la necesidad de identificar premisas comunes y establecer prioridades conjuntas.

En cuanto a la importancia de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo en América Latina, el Informe Oficial destacó tres cuestiones principales:

- i) La primera está relacionada con la importancia del sector privado para el crecimiento económico, destacando el crecimiento de este sector después de la privatización de empresas estatales. Por lo tanto, la importancia del Gobierno Corporativo probaría la medida en que el fortalecimiento del sector privado fuese esencial para la creación de empleo, el desarrollo tecnológico y la competitividad en el ámbito nacional e internacional.
- ii) El segundo tema destacado por el Informe se relaciona con el desarrollo de los sistemas públicos y privados de pensiones de los países de América Latina. Dada la importancia de los fondos de pensiones (sobre todo privados) para garantizar la jubilación de la población en la región, se necesita la adopción de prácticas de buen gobierno por parte de las empresas en las cuales estos

fondos invierten (por ejemplo, con respecto a la divulgación de información) como una manera de permitir tomas de decisiones informadas y obtener mayores retornos en la inversión realizada.

- iii) El tercer tema en el que el Informe Oficial especifica la importancia del Gobierno Corporativo en América Latina está asociado con la solidez de los mercados financieros. Desde una perspectiva nacional, el Gobierno Corporativo ayuda a aumentar la confianza de los inversores y el desarrollo del mercado. Desde una perspectiva internacional, el gobierno contribuye para reducir las turbulencias en el mercado financiero, evitando la expansión de sus efectos y por consiguiente la contaminación de otros mercados. Por otra parte, como resultado de la adopción de mejores prácticas de gobierno, se agrega valor a las empresas y se reduce el costo de capital.

El Informe también concluye que la solidez de los mercados de América Latina requiere la implementación de las recomendaciones allí contenidas no sólo para las empresas públicas o sociedades cotizadas, sino también para las empresas privadas o de capital cerrado, especialmente aquellas con la intención de abrir su capital. Esta ampliación del alcance de las recomendaciones está dirigida, entre otros objetivos, a contribuir a las políticas de gestión de riesgos y la mejora de la evaluación por parte de inversores y financiadores, como los bancos y las empresas especializadas en capital de riesgo (*private equity*).

Además de identificar las mencionadas características regionales, para abordar la importancia del Gobierno Corporativo en América Latina el Informe Oficial se ha basado en la aportación de datos y contribuciones de los participantes de la Mesa Redonda para explicar otras particularidades regionales que deben ser consideradas antes de la discusión de las recomendaciones. Como resultado, se mencionaron los siguientes temas pertinentes, incluyendo características regionales y desafíos relacionados:

- i) El primer tema corresponde a los procesos de privatización de empresas estatales. Además de contribuir al crecimiento del sector privado y resaltar la relevancia del Gobierno Corporativo, el proceso de privatización también ha evidenciado las dificultades del propio sector privado para lograr el desarrollo esperado del mercado de capitales, por ejemplo, con respecto a la reducción del costo de capital y la expansión de las fuentes de financiamiento.
- ii) Otra característica notable de los mercados de América Latina es la alta concentración de control en empresas de capital abierto y cerrado, combinado con la necesidad de obtener nuevas fuentes de capital. Por un lado, parece que el control de las empresas de América Latina está todavía muy concentrado, teniendo que destacar el gran número de empresas bajo control familiar. Por

- otro, existe la necesidad de obtener fuentes de financiamiento estables, como los inversores institucionales y extranjeros, con la necesidad de adaptación de las prácticas de gobierno implementadas por las empresas para cumplir con los intereses de estos inversores.
- iii) En concordancia con la mencionada necesidad de nuevas formas de financiamiento, el Informe también verifica la presencia de grandes grupos industriales en los mercados latinoamericanos. El surgimiento de estos grupos, a menudo vinculados al sector financiero, se explica en parte por la necesidad de financiar grandes proyectos y por la realización de operaciones intra-grupo para posibilitar la obtención de los recursos necesarios. Sin embargo, la falta de transparencia y la reducción de la autonomía administrativa de cada uno de los miembros del grupo también contribuyen a elevar el costo de financiamiento a través de otras fuentes. Los mercados de América Latina presentan un creciente proceso de reestructuración de los sistemas bancarios, con la reducción de la presencia de las instituciones financieras de propiedad estatal y el fortalecimiento de los intermediarios especializados.
 - iv) En cuanto a la diversificación de las fuentes de financiamiento, el Informe Oficial recalca una tendencia de migración de las empresas nacionales hacia el extranjero, por ejemplo, mediante la emisión de *American Depositary Receipts* (ADR) en el mercado norteamericano. Como consecuencias de este proceso, el Informe destacó la necesidad de adaptación de las empresas latinoamericanas a las reglas vigentes en los mercados que optaran por emitir valores, como por ejemplo las normas establecidas por los legisladores estadounidenses, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) y por las bolsas de valores de ese país.
 - v) El proceso de adopción de las prácticas previstas en otros mercados no es verificado exclusivamente con la emisión de valores en otros países. Como destaca el Informe Oficial, un creciente proceso de internacionalización y regionalización de los mercados propició un aumento en el número de operaciones, como fusiones y adquisiciones entre empresas de diferentes países. Como resultado de estos emprendimientos transnacionales, se originaron modelos híbridos de Gobierno Corporativo, en los cuales las empresas han adoptado las prácticas vigentes en el país sede y también las vigentes en el país de su matriz.
 - vi) Como una característica regional considerada para la evaluación de los desafíos locales y la formulación de recomendaciones, el Informe retomó el debate sobre los fondos de pensiones y destacó su importancia para el fomento de la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Además de la innegable relevancia de orden público, a ellos cabe, como gestores de recursos e inversores, dictar el ritmo de los progresos en materia de gobierno en sus respectivos países.

- vii) Por último, y no menos importante, el Informe Oficial identificó aspectos legales comunes en los países de América Latina. Teniendo como tradición común el derecho civil europeo, tales países utilizarían los mismos principios en la aplicabilidad de las leyes y contratos. Por otra parte, el Informe Oficial también encontró bajas tasas de litigios en el ámbito civil, con la consiguiente falta de experiencia de estos países en cuanto a la solución de controversias mediante arbitraje.

Una vez discutido el panorama de los mercados de América Latina, que se refleja en el Informe Oficial, los participantes de la Mesa Redonda destacaron seis puntos que deberían ser tratados como prioridades en toda o la mayor parte de los países participantes, a saber:

- 1) Tratamiento adecuado para los derechos de voto, por ejemplo, cuando se facilita la participación de los accionistas en las juntas de accionistas y se permite la participación activa e informada de los inversores institucionales.
- 2) Trato justo y equitativo a los accionistas en caso de cambio de control y deslistamiento.
- 3) Garantía de integridad de los informes financieros y la mejora de la divulgación de las transacciones entre partes relacionadas.
- 4) Desarrollo de consejos de administración o juntas directivas eficaces, lo que permite su actuación independiente y clarifica sus objetivos, procedimientos de trabajo y mecanismos para hacer frente a los conflictos de intereses.
- 5) Perfeccionamiento de la calidad, seguridad y eficacia del marco jurídico y regulatorio (por ejemplo, mediante la creación de acciones colectivas y mecanismos alternativos de resolución de conflictos).
- 6) Cooperación continua en ámbito regional, incluyendo el intercambio de experiencias, la colaboración y supervisión mutuas entre los países latinoamericanos.

Como una forma de facilitar el cumplimiento de los objetivos relativos a cada tema mencionado, los participantes de la Mesa Redonda debatieron las recomendaciones con respecto a cada uno de ellos, detallando el contenido de cada prioridad, con objetivos a alcanzar y desafíos a superar.

A modo de ejemplo, respecto al tratamiento adecuado de los derechos de voto, el Informe Oficial destacó la necesidad de una regulación para proteger a los accionistas minoritarios y facilitar el ejercicio de sus derechos. Además, mencionó la necesidad de eliminar la burocracia relacionada al suministro de información a los accionistas, a la participación en las juntas generales y la conducción de las reuniones, y a la presentación de temas para la composición de la agenda de la junta. Por otra parte,

el Informe Oficial destacó la necesidad de brindar condiciones iguales para los propietarios de ADRs y los demás accionistas de la empresa, lo que implicaría la necesidad de disponer de condiciones similares para el ejercicio de los derechos.

En cuanto al trato equitativo de los accionistas, el Informe Oficial abordó específicamente la necesidad de proporcionar normas claras sobre el cambio de control, deslistado y eventos cuya naturaleza puede cambiar la sociedad, lo que proporciona el derecho de retiro.

La exigencia de tales normas tiene como objetivo conferir previsibilidad a las consecuencias de las situaciones tratadas por ellas y permitir a los accionistas tomar decisiones de inversión fundamentadas y basadas en todas las informaciones, lo que podría tener efectos positivos en la fijación de precios de las acciones negociadas en el mercado. Con el mismo propósito, es preciso establecer un sistema justo, práctico y predecible para evaluar las acciones en caso de deslistar las acciones.

Por otra parte, el Informe Oficial reforzó la necesidad de la divulgación de información precisa sobre las operaciones de cambio de control, sobre las ofertas para la compra de acciones, y sobre la opinión del consejo de administración o juntas directivas sobre estas ofertas.

Respecto a la divulgación de la información y reporte, el Informe Oficial también abordó la necesidad de adopción de los *International Financial Reporting Standards* (IFRS) por parte de las empresas, con el objetivo de garantizar la difusión de información financiera precisa al mercado, completa, inteligible y comparable con otras empresas. Según el Informe, esta información también debe ser auditada por auditores externos, contratados por períodos limitados, específicos y que informen a los accionistas las prestaciones de servicios anteriores y posibles conflictos de interés existentes.

En concordancia con los Principios, el Informe Oficial abordó la necesidad de difundir información acerca de la estructura accionaria de la empresa, con la identificación de accionistas controladores directos e indirectos y los inversores relevantes, con capacidad de influir sobre el proceso de toma de decisión. En el mismo sentido, sería necesario también divulgar información sobre la ejecución de acuerdos de accionistas.

Además, en el Informe se destaca también la información sobre operaciones entre partes relacionadas y la negociación de acciones en poder de accionistas mayoritarios y administradores. En el caso de transacciones que resulten en conflictos de interés entre accionistas, administradores y la empresa, la información sobre las operaciones debe ser complementada con la divulgación de procedimientos sobre el tratamiento de dichos conflictos.

La actuación y las responsabilidades de los órganos de dirección de las empresas fue otro tema tratado por la Mesa Redonda. Como resultado de los debates, el Informe relató expresamente que los administradores —incluyendo los miembros del consejo de administración o juntas directivas— deben actuar en el interés de la sociedad, y no a favor de los intereses individuales de los accionistas. Esta observación tiene una consecuencia muy relevante, porque reconoce que los mismos miembros de la administración elegidos por los accionistas minoritarios no deben actuar como portavoces de aquellos que los eligieron, sino en nombre de la empresa. La asignación a grupos específicos del derecho de indicar un miembro del consejo corresponde solamente a una medida para proporcionar mayor diversidad al consejo en términos de experiencias y perspectivas.

Siguiendo este razonamiento, el Informe Oficial indicó que las prácticas que limitan la capacidad de los administradores de actuar en interés de la sociedad o que permitan expresamente que los administradores actúen en nombre de cualquier de los accionistas deberían ser prohibidas. Así, se prohibieron las prácticas comunes en algunos países latinoamericanos, como la realización de reuniones anteriores y la instrucción, por parte de los accionistas, de los votos proferidos por los directores elegidos por ellos.

El Informe aprovecha la oportunidad para reforzar la importancia del deber de lealtad de los miembros de la administración ante los eventos corporativos extraordinarios (tales como cambios de control, fusiones, reestructuraciones, venta de activos principales, transacciones entre partes relacionadas). En estas circunstancias, los administradores serían dotados del deber de evitar asimetrías de información entre la administración y los accionistas controladores, por un lado, y los accionistas minoritarios, por el otro, e informar su opinión acerca de los acontecimientos y su impacto sobre la empresa y también comunicar a los accionistas la existencia de cualquier interés personal en estos eventos.

En cuanto a la independencia de los miembros del consejo de administración, el Informe reconoció que los criterios para su caracterización pueden variar de un país a otro e incluso de una compañía a otra. Aún así, en cualquier caso, debe valorarse la participación de los accionistas en el proceso de definición de independencia.

El Informe Oficial también abordó la importancia de establecer reglas claras sobre la composición y funcionamiento de los órganos de administración y los comités constituidos por ellos. Más allá de la regulación, los actos constitutivos de las empresas tendrían gran importancia en este sentido, al establecer el número de miembros de los órganos de gestión, funciones, duración del mandato, calificaciones requeridas, criterios de evaluación y remuneración.

El Informe destaca también la preocupación de los participantes de la Mesa Redonda con la eficiencia del consejo de administración o las juntas directivas. En este sentido, se ha indicado que la mejora de las prácticas de Gobierno Corporativo y la creación de comités especializados contribuirían al aumento de eficacia y credibilidad del consejo. Las decisiones de ese órgano deben tomarse con base en informaciones de alta calidad y pueden ser asesorados por comités formados por el propio consejo de administración o juntas directivas. Sin embargo, el Informe Oficial destacó que los comités deben estar compuestos únicamente por miembros del propio consejo de administración, confiriendo mayor claridad a las responsabilidades de los participantes ante el propio órgano de administración y los accionistas.

Otra cuestión importante que señala el Informe corresponde a la necesidad de adoptar políticas para hacer frente a los *conflictos de interés* entre los administradores y la empresa o sociedades. Como se indica en el propio documento, la conclusión de los participantes de la mesa redonda fue que los administradores en conflicto deben tener prohibido participar en las respectivas deliberaciones. En circunstancias específicas, como aquellas en las que las transacciones que contemplan conflictos son frecuentes para el cumplimiento del objeto de la sociedad, la aprobación de estas operaciones podría ser asesorada por los comités especializados.

Con respecto a la política de remuneración de los administradores, el Informe Oficial concluyó que la retribución debe reflejar el tiempo, esfuerzo y la experiencia del administrador en el desempeño de sus tareas, ofrecer incentivos razonables para asegurar el alineamiento de los intereses de los administradores con los de los accionistas y, al mismo tiempo, no poner en peligro el juicio independiente de los consejeros. Más que eso, la aprobación de los paquetes de remuneración debe darse a través de procedimientos transparentes, con criterios objetivos que sean informados a los accionistas, y con la posibilidad de asistencia por el comité especializado.

Como ejemplo, se observa que el Informe menciona la necesidad de que los países de América Latina identifiquen y eliminen inconsistencias y contradicciones que dificulten la comprensión y aplicación de las reglas de Gobierno Corporativo.

Por otra parte, el Informe Oficial propuso una reflexión sobre las autoridades encargadas de la regulación y supervisión de las prácticas de Gobierno Corporativo, las cuales deberían estar dotadas de la independencia política y financiera para el cumplimiento de sus funciones. En el mismo sentido, sería esencial para la credibilidad del propio aparato institucional que las autoridades encargadas de la fiscalización de las normas relativas al gobierno tuviesen poderes suficientes para llevar a cabo sus investigaciones y resolver los conflictos identificados.

Ante la constatación de que en muchos países de América Latina los tribunales civiles no tienen gran conocimiento y experiencia para hacer frente a cuestiones relacionadas con Gobierno Corporativo, el Informe también recomienda que los líderes políticos colaboren con sus decisiones, por ejemplo, mediante la emisión de opiniones técnicas. El reconocimiento de las dificultades enfrentadas por el poder judicial en muchos países de la región también condujo a la formulación de directrices para la mejora del sistema judicial y al mismo tiempo el estímulo de arbitraje privado.

Por último, el Informe Oficial abordó la necesidad de promover la cooperación entre los países de América Latina para compartir experiencias y desarrollar iniciativas comunes en materia de Gobierno Corporativo.

2.2.2. Nuevas reuniones e iniciativas de la Mesa Redonda

Una vez finalizado el Informe Oficial en 2003, los participantes de la Mesa Redonda continuaron con la celebración de reuniones anuales para la discusión de las prácticas de Gobierno Corporativo a nivel regional.

En estas reuniones, los países participantes han buscado:

- i) Identificar nuevas tendencias y desafíos comunes a los países de América Latina con respecto al Gobierno Corporativo.
- ii) Proponer y discutir estudios comparativos de la regulación adoptada por los miembros y colaboradores de la OCDE con el fin de recoger material para la discusión de los desafíos previamente identificados y anticipar riesgos relacionados con ellos.
- iii) Discutir medidas para el acompañamiento de la aplicación de las directrices propuestas en el Informe Oficial.
- iv) Discutir y revisar el Informe Oficial con respecto a nuevos desafíos enfrentados por los países latinoamericanos.

Además de discutir las tendencias en los mercados de América Latina, tales como la desmutualización de las bolsas de valores, y temas comunes a otras esferas de discusión de la OCDE, como el gobierno en las empresas de propiedad estatal, los participantes de la Mesa Redonda han prestado especial atención a tres temas específicos:

- a) Eficiencia y práctica relacionada con los órganos de administración (*board*).
- b) La actuación de los inversores institucionales.
- c) Transacciones entre partes relacionadas.

El primer de los temas se abordó con el objetivo de estudiar las normas vigentes en los diferentes países y comparar las normas relativas a las funciones del consejo de administración, juntas directivas u organismos similares (*board*), el tratamiento dado a los conflictos de interés, criterios para la selección de administradores y la composición del consejo, definición de independencia, constitución de comités, separación de los cargos de presidente del consejo y principal ejecutivo de la empresa, gestión de riesgos y la evaluación de los miembros del consejo. Como resultado de este estudio, se publicó un informe en 2011 (*Achieving Effective Boards: a comparative study of corporate governance frameworks and board practices in Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama and Peru*).

El papel desempeñado por los inversores institucionales ha sido el objeto de la segunda serie de estudios temáticos analizados por la Mesa Redonda. Después de la crisis financiera de 2008, se ha intensificado el debate sobre la relevancia de los inversores institucionales y sobre su forma de actuación, en particular, como inversores activos e informados que, de acuerdo con la OCDE, deberían promover la adopción de mejores prácticas de gobierno. En el caso de América Latina, con la verificación de una alta concentración de participación accionaria en manos de accionistas controladores, la función de los inversores institucionales se consideró aún más crítica, dando lugar a los primeros estudios sobre esta función y sobre los estímulos que podrían surgir de la regulación.

Las discusiones sobre el tema fueron más allá de la mera obtención de datos en los países de América Latina —como Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú—, con el fin de identificar prácticas comunes a estos mercados y analizar las normas vigentes. Como resultado de los estudios desarrollados en 2011, se publicó un informe acompañado de recomendaciones específicas para tratar el tema de los inversionistas institucionales en América Latina (*Strengthening Latin American Corporate Governance: the Role of Institutional Investors*).

En general, las recomendaciones de este informe fueron dirigidas a los responsables de la regulación y formulación de políticas, abordando los siguientes temas:

- i) El equilibrio entre las reglas impuestas a estos inversores (legislación, autorregulación y prácticas voluntarias), verificando los costos y beneficios que se deriven de ellos.
- ii) La estimulación de toma de decisiones de inversión con base en las prácticas de gobierno adoptadas por las sociedades.
- iii) La divulgación de políticas relacionadas con el Gobierno Corporativo de las sociedades.
- iv) El ejercicio de los derechos conferidos por las acciones detentadas por inversores institucionales.

- v) El ejercicio del derecho de voto en las juntas generales.
- vi) Promoción del diálogo entre los diferentes inversores institucionales y empresas investidas.
- vii) Promoción del diálogo entre los diferentes inversores institucionales.
- viii) Incentivo al ejercicio de influencia de los inversionistas institucionales, en la composición de los consejos de administración de las sociedades.
- ix) Incentivo a la vigilancia por parte de inversores institucionales, de la gestión de las sociedades.
- x) Incentivo a la adopción de las mejores prácticas por parte de los inversores institucionales.
- xi) Consideración de los mecanismos de salida, como último recurso de los inversores institucionales.

El tercero de los temas mencionados anteriormente por la Mesa Redonda, se ha convertido en objeto de nuevas discusiones desde 2011, cuando se terminó un estudio preliminar de las prácticas en América Latina en cuanto a las transacciones entre partes relacionadas. Con base en este material, los participantes de la Mesa Redonda aprobaron, en la reunión anual de ese mismo año, la creación de un grupo de trabajo para el análisis de éxitos anteriores, retos y puntos de referencia para la elaboración de reglamentos eficaces para prevenir abuso en estas transacciones.

El grupo, formado por representantes de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, completó un informe sobre el tema (*Mesa Redonda Latinoamericana: Gobierno Corporativo-Informe del Grupo de Trabajo sobre Transacciones entre Partes Relacionadas*) que refleja la recopilación de datos detallada de los países participantes, por ejemplo, la frecuencia de transacciones entre partes relacionadas en sus respectivos mercados, la vulnerabilidad a los abusos, las principales características de estas transacciones, los formularios de divulgación y las normas existentes sobre el tema. Por otra parte, se consideró como referencia otros trabajos ya desarrollados por la OCDE con sus países miembros.

En el trabajo realizado por el Grupo de Trabajo de América Latina fueron consideradas como transacciones entre partes relacionadas, las realizadas por la empresa con sus controladores, sus controladas o personas bajo control común, y también con las personas que podrían influir en el comportamiento de la empresa, como accionistas, gerentes y empleados. Vale la pena señalar que estas operaciones fueron analizadas independientemente de las normas vigentes en cada jurisdicción, en relación con los conflictos de interés y el deber de lealtad de los consejeros y administradores.

Como resultado del trabajo de la Mesa Redonda, se hicieron recomendaciones para cada uno de los países analizados, y directrices genéricas que deben observarse en el

ámbito regional. Además, se determinaron cinco prioridades para la cooperación e intercambio de información entre los miembros de los países del grupo de trabajo:

- i) El desarrollo de sistemas y mejora de los datos sobre las transacciones entre partes relacionadas en forma comparativa y para el análisis en cada país.
- ii) Las transacciones entre partes relacionadas en empresas estatales.
- iii) Transacciones entre partes relacionadas, *transfer pricing* y el cumplimiento tributario.
- iv) Las operaciones en un mismo grupo de empresas.
- v) El fortalecimiento de los mecanismos para hacer cumplir las normas sobre la materia (*enforcement*).

2.2.3. El Círculo de Empresas

Basado en las recomendaciones de la Mesa Redonda y con el concurso de un grupo de empresas con sede en diversos países de América Latina, en 2005 se creó el Círculo de Empresas (*Latin American Companies Circle*)⁸, apoyado por la OCDE e IFC.

El grupo ha permitido la interacción entre las empresas con sede en diferentes países para la discusión y presentación de contribuciones con respecto a los temas tratados en la Mesa Redonda. Por otra parte, esta nueva organización ha permitido a los participantes compartir y discutir sus propias experiencias, y así estimular su revisión y mejora.

Los resultados de los trabajos del Círculo de Empresas pueden ser analizados a través de sus publicaciones⁹. En 2006, se finalizó un estudio de casos de empresas en países de América Latina que mostró la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Más tarde, en 2009, la organización publicó una guía práctica para el Gobierno Corporativo, basado en la experiencia de las empresas participantes.

3. CAF-BANCO DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA

En línea con los importantes avances desplegados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), CAF-banco de desarrollo de América

8. En la actualidad, los miembros actuales del Círculo de Empresas son: Los Grobo (Argentina); Algar, Bematech, Brazil Foods, CCR, CPFL, Embraer, Marcopolo, Natura y Ultrapar (Brasil); Argos, Carvajal e ISA (Colombia); Florida Ice&Farm Co. (Costa Rica); Banco Compartamos y Homex (México); Buenaventura, Ferreyros, Grañay Montero (Perú).

9. La actividad del Círculo de Empresas se trata con más detalle en el Capítulo 5 de este Estudio.

Latina (en adelante, CAF)¹⁰, asumió un rol estratégico en la región al contribuir a promover las mejores prácticas de Gobierno Corporativo entre las empresas, los participantes de los mercados de capitales y responsables de políticas públicas, mediante la difusión del conocimiento, documentación de casos exitosos, promoviendo procesos de diagnóstico e implementación de prácticas de Gobierno Corporativo en empresas privadas y públicas de la región, y la construcción de lineamientos que reviertan en un mejor uso de los recursos de las empresas, a una mayor transparencia de la información y mitigar problemas de asimetría en los mercados financieros.

El primer hito por parte de CAF en esta dirección lo constituyó la publicación en el año 2005 de los “Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo” (en adelante, LCAGC 2005)¹¹ con base en los principios establecidos en el *White Paper* elaborado por el *Global Forum of Corporate Governance* de la OCDE, reconociendo con ello la relevancia que venía tomando este concepto a nivel mundial y las ventajas que podría traer la incorporación de dichas prácticas en la cultura corporativa de las sociedades de los países andinos¹², contribuyendo con su crecimiento y competitividad, así como en el desarrollo de los mercados de capitales.

Los LCAGC 2005 define al Gobierno Corporativo como “*el conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre los administradores y todos aquellos que invierten recursos en la empresa, principalmente accionistas y acreedores*”, incluye un total de 51 medidas concretas que abarcan a los derechos y trato equitativo de los accionistas, la función de los grupos de interés en la gestión corporativa, la comunicación y transparencia informativa y las responsabilidades del Directorio de las sociedades, centrando su atención en las relaciones existentes entre sus órganos corporativos (Directorio y Asamblea General de Accionistas), los administradores y la alta gerencia.

Entre los principales alcances de los LCAGC 2005 se pueden señalar:

- En lo que respecta a los *Derechos y trato equitativo de los accionistas*, se reconocen, entre otros, el principio de igualdad de voto, considerando que a una

10. CAF-banco de desarrollo de América Latina, es un banco de desarrollo constituido en 1970, y conformado actualmente por 18 países de América Latina, el Caribe y Europa, así como por 14 bancos privados de la región, y tiene como misión promover el desarrollo sostenible y la integración regional, mediante una eficiente movilización de recursos para la prestación oportuna de servicios financieros múltiples, de alto valor agregado, a clientes de los sectores públicos y privado de los países accionistas.

11. CAF generó los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo, en asociación con la Bolsa Boliviana de Valores y Nabil Miguel Agramont, CONFECAMARAS-CIPE de Colombia, la Bolsa de Valores de Quito, PROCAPITALES de Perú y la Asociación Venezolana de Ejecutivos.

12. Es importante resaltar que a nivel de la región andina existían a dicha fecha el “Código de Buen Gobierno Corporativo”, elaborado por CONFECAMARAS-CIPE en Colombia (agosto de 2002), y los “Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas” (julio de 2002).

misma participación en el capital social de una compañía se le debe atribuir los mismos derechos de voto, y el respeto por los derechos de los accionistas minoritarios, principalmente en el caso de operaciones corporativas (ampliación de capital o fusión) que pudieran afectarlos. Asimismo, dada la importancia y desarrollo de la tecnología, se reconoce la importancia del uso de herramientas tecnológicas para la comunicación y difusión de información de las sociedades, como el correo electrónico y la página web corporativa.

- Se considera a la *Asamblea General de Accionistas (AGA)* como el órgano supremo de la compañía, reconociéndole facultades exclusivas e indelegables como: (i) la aprobación de las cuentas anuales; (ii) la aprobación de la gestión del Directorio y la propuesta de aplicación del resultado (utilidades); (iii) el nombramiento y la separación de los miembros del Directorio; (iv) la designación de los auditores externos; (v) la aprobación de la política de remuneración del Directorio y de la Alta Gerencia; (vi) la venta o pignoración de activos estratégicos y (vii) la aprobación de las operaciones de fusión o escisión de la compañía. Cabe también destacar, la recomendación de que se facilite a que todo accionista con derecho a participar en la asamblea pueda hacerse representar por la persona que designe, debiendo estar reconocido en los estatutos y el reglamento de la asamblea.
- En lo que respecta al *Directorio*, se recomienda que este cuente con una estructura definida que guarde cierta simetría con la estructura accionarial de la empresa, con un número impar de miembros que sea suficiente para el adecuado desempeño de sus funciones. Dada la importancia de mantener la imparcialidad y pluralidad de opiniones al interior del Directorio, se reconoce la necesidad de que los directores externos representen una amplia mayoría sobre los internos, promoviéndose en particular la participación de directores independientes.

Asimismo, se reconoce que de acuerdo a la dimensión y complejidad de gestión de las empresas, el Directorio podrá conformar comisiones para ejercer ciertas funciones, siendo las más frecuentes la Comisión de Auditoría y la Comisión de Nombramientos y Remuneraciones.

- En relación al *control y la información de los estados financieros*, se reconoce al Directorio como el responsable de rendir y presentar los estados financieros y de que se adopten todas las medidas necesarias para remitir toda información relevante a los inversionistas, de forma simétrica, equitativa y en tiempo útil. Así también, se reconoce la importancia de que la sociedad cuente con un departamento y con sistemas de auditoría interna, procurando que el auditor interno guarde una relación de independencia profesional respecto de la sociedad en el ejercicio de sus funciones y dependa de la Comisión de Auditoría.
- Por otro lado, dada la importancia de evitar un exceso de vinculación entre las firmas auditoras y/o sus equipos de trabajo y la compañía auditada, los LCAGC

2005 establecen como premisa general, que las sociedades auditoras o los auditores independientes deben ser contratados a un plazo fijo, recomendando la necesidad de rotar al socio responsable y a los equipos de trabajo a partir del quinto año. Además, entre otros, se recomienda que se establezcan en los estatutos la prohibición de contratar con el auditor servicios distintos al de auditoría (asesoría fiscal, auditoría de sistemas y procesos, asesoría legal, consultoría, corporate finance, etc.).

- Respecto al *Informe anual del buen Gobierno Corporativo* y su contenido (en el que se incluye el cumplimiento de las medidas recogidas en los lineamientos, información corporativa, política de pago de dividendos y estructura de la administración de la sociedad, entre otros) se precisa que el Directorio será responsable de este, previo informe de la Comisión de Auditoría y de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, y que deberá presentarse junto con la Memoria Anual y el resto de documentos de cierre de ejercicio, pero en forma independiente.

De esta forma, los LCAGC 2005 buscan sintetizar en medidas concretas los aspectos más importantes que plantea el gobierno de las sociedades y sobre los beneficios derivados de su implementación, poniendo al alcance del sector empresarial de los países de la región, estándares exigentes de Gobierno Corporativo equiparables a los reconocidos en las economías más desarrolladas.

Es importante resaltar que los LCAGC 2005 parten de la premisa que su aplicabilidad depende de la libre voluntad de las sociedades, de tal manera que su adopción se constituya en una clara señal de autodeterminación en la incorporación de buenas prácticas en sus documentos societarios y en su cultura empresarial, de forma que los proveedores de financiamiento y en particular los inversionistas, nacionales y extranjeros, valoren la adopción de dichas medidas y su cumplimiento como una herramienta adecuada para mejorar la percepción de nuevas posibilidades de inversión.

Así, los LCAGC 2005 asumen el principio fundamental e internacionalmente aceptado de "cumplir o explicar" ("comply or explain"), de modo que las sociedades que decidieran acogerse a dichas recomendaciones, o que, eventualmente, estuvieran obligadas a su adopción, deberían ser capaces de demostrar su adhesión o en su defecto, sustentar las razones de su incumplimiento parcial o total, a través de su correspondiente Informe anual de Gobierno Corporativo o en el Informe de Gestión de fin del ejercicio.

Posterior a la emisión de los LCAGC 2005, CAF continuó con sus esfuerzos por fortalecer el interés en la creación de una verdadera cultura de eficiencia, equidad y transparencia en el manejo empresarial, más aun en el contexto de la grave crisis financiera

de finales de la década pasada. En este contexto, CAF en el año 2010 publica la cartilla el **"Gobierno Corporativo: lo que todo empresario debe saber"**, la cual tiene por objetivo acercar el tema de Gobierno Corporativo a un público no especialista. Dicho documento incluye una serie de orientaciones que provienen del sentido común y de la experiencia, y destaca que toda empresa, sin importar su tamaño o a que actividad se dedique, cuenta con Gobierno Corporativo, diferenciándose una de otra en la buena o mala calidad de éste, lo que repercute en la forma como es vista por los inversionistas y el mercado en general.

En el año 2010, CAF publica un nuevo documento denominado **"Lineamientos para el buen Gobierno Corporativo de las empresas del estado (EPE)"**, reconociendo con ello la importancia que dichas empresas tienen en el desarrollo económico y su impacto social en la región. En el documento se presentan una serie de buenas prácticas orientadas a contribuir a un mejor desempeño de la administración pública en la gobernabilidad de dichas empresas, y su impacto en su valorización, en caso que estas sean en un futuro privatizadas.

Dada la realidad distintiva que enfrentan las EPE en su condición de institución pública, se parte por identificar los riesgos que enfrentan así como los tipos de prácticas institucionales que deben ser asumidas teniendo presente su naturaleza. Dichos lineamientos establecen que el Gobierno Corporativo de las EPE debe estar orientado a garantizar que el Estado actúe como accionista, siendo su principal interés el maximizar el valor de la empresa, en función de su propósito social, sin involucrarse directamente con su operatividad diaria.

De esta forma, y reconociendo lo complejo de efectuar reformas en el sector público, el referido documento destaca que para impulsar reformas de Gobierno Corporativo en las EPE primero se requiere de un proceso de cambio institucional con un compromiso político del más alto nivel, con una visión creíble que comunique la necesidad de esta transformación. El segundo aspecto clave que se destaca para garantizar la adopción de mejores prácticas de Gobierno Corporativo es el contar con un diagnóstico integral independiente de la situación de la empresa, que analice tanto la función del Estado como la del accionista, así como la situación de la EPE en esta materia. Finalmente, se señala que el proceso de nominación y elección de los directores de las EPE debe garantizar la selección de profesionales del mejor nivel, ya que son los Directorios y la alta gerencia quienes promueven estos cambios.

Se precisa que el proceso de adopción de mejores prácticas de Gobierno Corporativo por parte de las EPE debe ser continuo y debe monitorearse para identificar los avances o los retrocesos. Este proceso de monitoreo es responsabilidad no sólo del Estado y las EPE, sino también de los inversionistas, de los empleados, de los clientes y

de la comunidad. De allí que sea fundamental que las EPE produzcan información confiable y relevante de carácter pública, para que todos los actores puedan monitorear el progreso o el retroceso de la empresa.

También durante el año 2010, CAF emitió el documento "**Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado**", diseñado como complemento a los lineamientos de 2005, para facilitar a los accionistas, directores y ejecutivos de las empresas de capital cerrado, la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en sus empresas. Este manual, está dirigido a todas las empresas en las que existen limitaciones a la libre transmisión de las acciones o cuotas de participación, que se caracterizan, en la mayoría de los casos, por su carácter familiar y por la poca separación entre propiedad y administración, características esenciales que deben ser consideradas para establecer recomendaciones e implementar buenas prácticas.

Continuando con el reconocimiento de las particularidades de la estructura empresarial en la región, en el año 2011 CAF emitió el documento "**Lineamientos para un Código de Gobierno Corporativo para las PyME y Empresas Familiares**", que contiene la adaptación de las mejores prácticas de Gobierno Corporativo para este tipo de empresas, producto de una amplia discusión del tema en la región andina y que sigue la metodología de los lineamientos de 2005.

Los lineamientos reconocen que dadas las características de las empresas familiares, es de vital importancia la emisión de un Protocolo Familiar que regule las relaciones entre familia, accionistas y empresa. Asimismo, destacan que la organización de la empresa familiar es un entramado jurídico complejo, en el que el protocolo familiar como negocio básico y constituyente, integra negocios jurídicos de distinta naturaleza y crea figuras a medida que son utilizadas para construir la sociedad familiar.

Los lineamientos recomiendan la creación de un Consejo Familiar como órgano encargado de ventilar las decisiones familiares y la administración del protocolo, además de resolver los conflictos que puedan surgir, así como también promover encuentros de toda la familia anualmente para sensibilizar y compartir información sobre los asuntos discutidos en el Consejo Familiar y en otros asuntos de interés de la familia.

En el año 2012, y como complemento a los lineamientos para EPEs emitido en 2010, CAF emite el documento "**Gobierno corporativo en América Latina: Importancia para las empresas de propiedad estatal**", el cual destaca la importancia de la implementación de prácticas de Gobierno Corporativo como mecanismo para fortalecer el desarrollo de las EPE de América Latina. Dichas prácticas persiguen fortalecer los órganos de dirección y control (asamblea de accionistas o propietarios, directorio y

gerencia, estructuras de control interno); al tiempo que definen reglas claras de juego entre los actores e incrementan el nivel de transparencia frente a grupos de interés.

De esta forma, se da énfasis al rol del Estado en calidad de propietario que al mismo tiempo cumple una labor de regulador y el rol de usuario/cliente, y se especifica su papel fundamental en la preservación de la gobernabilidad empresarial, materializado en la definición de un marco regulatorio para las EPE, que esté alineado con buenas prácticas y por medio de compromisos que delimitan el ejercicio de propiedad. En esa línea, se presentan casos de EPE en la región operando en sectores estratégicos, tales como Isagen (Colombia), Corporación Nacional del Cobre (Codelco-Chile), el de transporte en el del Canal de Panamá (Panamá), el sector de servicios públicos con Empresa de Servicios Público (EPM-Colombia) y el del Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (Fonafe-Perú), quienes presentan importantes avances en temas de gobernabilidad.

Así, en la última década, CAF no sólo ha emitido diversos documentos que recogen las mejores prácticas de Gobierno Corporativo, sino también ha apoyado en muchos casos en la implementación de los lineamientos en distintos tipos de empresas en la región latinoamericana y el Caribe, contribuyendo de esta forma a la efectiva promoción y refuerzo del Gobierno Corporativo en la región. Sin embargo, a pesar de las múltiples lecciones derivadas de los diversos procesos de implementación, el contexto de la crisis global de finales de la década pasada, con quiebras corporativas derivadas de fallas en los controles internos de las empresas, han puesto de manifiesto que la problemática de la adopción y, muy especialmente, la del cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo aún es un problema latente.

Reconociendo esto, en agosto del año 2013, CAF presentó los **“Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo”** (en adelante, LCLGC 2013) documento que, basado en el mismo enfoque pragmático de los lineamientos de 2005, actualiza a las necesidades empresariales las nuevas tendencias en materia de Gobierno Corporativo, y busca constituirse nuevamente como un marco de referencia vigente con el que las empresas puedan diagnosticar y reforzar sus prácticas de Gobierno Corporativo en la región.

A partir de reconocer la naturaleza dinámica del concepto de Gobierno Corporativo, los LCLGC 2013 representan una evolución de los LCLGC 2005, adaptados a los nuevos avances experimentados en materia de Gobierno Corporativo y capaces de responder a los actuales desafíos, así como a las carencias y debilidades que se han puesto de manifiesto en la crisis financiera internacional, principalmente en cuanto a la transparencia de la información y control interno de las empresas.

De esta forma, los LCLGC 2013, se estructuran en cinco ejes principales, incluyendo nuevas prácticas referidas al ejercicio de las funciones de los Directorios, desarrollando por ejemplo en una sección aparte el tema de conflictos de interés, de forma que exista un procedimiento definido y formalizado en la normativa interna societaria para la gestión de estos conflictos. Asimismo, destaca una nueva área en materia de Gobierno Corporativo, denominada "arquitectura de control", en la que se desarrollan aspectos relativos a la administración de riesgos y control interno, proceso que contribuye a una gestión eficiente de los recursos de la organización.

Por otro lado, destaca en los LCLGC 2013 la incorporación de anexos de prácticas de Gobierno Corporativo que abarcan aspectos de especial importancia en la región, como son: el Gobierno Corporativo en grupos empresariales, la responsabilidad de las entidades financieras para la promoción del Gobierno Corporativo en las empresas de la región y el Gobierno Corporativo en las empresas familiares.

Cabe señalar que los actuales lineamientos, de forma equivalente al enfoque del 2005, centra su atención directa en los aspectos relacionados con el Gobierno Corporativo puro, y por tanto dirige su atención al universo de relaciones existente entre la propiedad (los accionistas), la administración (el Directorio) y la gestión (Alta Gerencia), con el objeto de instaurar un sistema de contrapesos o controles recíprocos (check and balances) que apoye el funcionamiento eficiente de la empresa, refuerce su sostenibilidad, y permita la adecuada protección de los intereses de los accionistas y, por ende, de otras partes interesadas.

Como hemos podido revisar a lo largo de este epígrafe, los avances y desarrollos encabezados por CAF han tenido como objetivo aportar una visión pragmática y fundamentada, sobre un conjunto de prácticas de Gobierno Corporativo a ser implementadas por las empresas, en orden a reforzar su eficaz funcionamiento, aumentar su sostenibilidad, y proteger los derechos de los accionistas, asumiendo de este modo CAF un rol promotor en el desarrollo empresarial y económico de la región, convirtiéndose en un referente indispensable en Latinoamérica en temas asociados con Gobierno Corporativo.

4. INICIATIVAS DESDE EL SECTOR PRIVADO PARA PROMOVER EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

En esta sección se presentan diversas acciones que, desde el sector privado, han estado dirigidas a difundir, capacitar y promover los principios de buen Gobierno Corporativo en la región. Entre ellas destacamos las realizadas por los **Institutos de Gobierno Corporativo**, organizaciones que se constituyen como un pilar fundamental

para la promoción de estas materias, y como uno de los principales socios estratégicos para las empresas cotizadas.

Entre sus principales objetivos y funciones se encuentran la promoción y difusión de normas, guías, principios y buenas prácticas de Gobierno Corporativo, concienciando a todo el sector empresarial en la nueva forma de hacer negocios y proteger la inversión en la región. Adicionalmente, dichas organizaciones comparten los siguientes objetivos específicos:

- 1) Convertirse en socio estratégico de las organizaciones en temas de políticas de buen gobierno.
- 2) Servir como organismos de referencia para la promoción y difusión de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo.
- 3) Capacitar a los directores de la Junta Directiva en Gobierno Corporativo.
- 4) Formación académica.

En algunos países, los institutos de Gobierno Corporativo se han ido perfeccionando a tal nivel que se han convertido en agentes certificadores de las empresas cotizadas, así como certificadoras de profesionales o expertos en la materia, contribuyendo a crear una base de datos de referencia de directores independientes, y garantizando de esta manera una formación integral de profesionales sobre asuntos que tienen que tratar los consejos de administración o juntas directivas de las empresas cotizadas.

En el año 2009 los principales institutos de Gobierno Corporativo, reunidos en Santiago de Chile, tomaron la decisión de crear una red para intercambiar experiencias y conocimientos y, actualmente, la Red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica (IGLA)¹³ se encuentra conformada por el Instituto Argentino para el Gobierno Corporativo (IAGO), el Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa (IBGC), la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (CONFECÁMARAS), el Instituto de Gobierno Corporativo de Costa Rica (IGC-CR), el Centro de Gobierno Corporativo y Desarrollo de Mercados de Chile (CGC&DM), la Bolsa de Valores de Quito (BGC), el Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo de México (CEGC), el Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá (IGC-P), la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales de Perú (PROCAPITALES), entre otras representaciones del sector privado.

13. El análisis de las actividades y el papel de los Institutos de Gobierno Corporativo puede consultarse en el Capítulo 5 de este Estudio, donde se describe la historia y evolución de la Red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica (IGLA). El objetivo principal de la Red es promover la implementación de buenas prácticas corporativas en general, y mejorar las prácticas propias de cada instituto en particular. La Red estandariza determinados conocimientos comunes sobre Gobierno Corporativo en la región, además provee un espacio en el cual se comparten experiencias y desafíos por parte de todos los miembros para así enriquecer el debate.

El papel que han venido desempeñando estas organizaciones ha sido vital para estructurar un tipo de cultura organizacional en las empresas, sirviendo de enlace entre los mejores estándares y su aplicación en la realidad empresarial.

Por otro lado, es importante destacar también el papel asumido en algunos países por las **Bolsas de Valores**, a través de la creación de mercados bursátiles con mayores estándares de Gobierno Corporativo¹⁴, promoviendo la creación de índices con criterios de liquidez y cumplimiento de buenas prácticas, y premiando a aquellos emisores que han asumido las mejores prácticas en sus mercados¹⁵.

Finalmente resaltar que, en el éxito de muchas de estas iniciativas privadas, los supervisores también han cumplido un papel importante al promover los Códigos de Buen Gobierno Corporativo, difundiendo junto con el sector privado las mejores prácticas entre el sector empresarial.

A continuación se describirán el origen y la evolución de algunas de estas iniciativas privadas en diversos países de la región:

Argentina

En el año 2001, a raíz de las crisis presentadas, nace por parte de la comunidad empresarial el interés en conformar foros de discusión y análisis que coadyuvaran a entender las disposiciones existentes de buen Gobierno Corporativo. Así, a principios de 2002 surge el Instituto Argentino para el Gobierno Corporativo (IAGO), un organismo creado conjuntamente por FUNDECE¹⁶ e IDEA, cuyo propósito principal es el difundir entre la comunidad empresarial los principios de buen gobierno. En ese mismo año, el IAGO participa en abril en la mesa redonda latinoamericana organizada por la OCDE en México, e inicia la elaboración del *"Código de Mejores Prácticas de Gobierno para las Organizaciones de la República Argentina"*¹⁷. Durante el año 2009, el IAGO e IDEA estuvieron trabajando con los organismos gubernamentales en la redacción de un Código Mínimo de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo.

14. En Brasil es importante destacar la creación del Novo Mercado (Nuevo Mercado), segmento en la BM&FBOVESPA, en el cual se negocian las acciones emitidas por aquellas empresas que voluntariamente asumen la adopción de las mejores prácticas de Gobierno Corporativo, además de las exigidas por la ley, partiendo de la premisa de que el valor y la liquidez de las acciones se encuentran positivamente influenciados por el nivel de desarrollo que tienen los derechos otorgados a los accionistas y la calidad de la información divulgada por las empresas al mercado.

15. La Bolsa de Valores de Lima desarrolló un Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) el 30 de junio del 2008

16. FUNDECE-Fundación Empresaria para la Calidad y la Excelencia; IDEA, Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina.

17. En septiembre del 2004 se presentó el "Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina".

Desde su creación, el IAGO ha ido afianzándose como *"un ámbito para la aplicación, desarrollo y difusión de las mejores prácticas de gobierno en las organizaciones, generando opiniones fundadas y proveyendo el medio adecuado para su discusión"*. Estos objetivos han sido desarrollados activamente a través de sus newsletters, la participación institucional en foros internacionales, y en los encuentros que se realizan con representantes del sector privado a fin de difundir los principios de buen gobierno entre los profesionales del sector empresarial. A consideración del IAGO, aún la República Argentina tiene tareas pendientes por hacer entre las que se pueden mencionar un programa de certificación de directores, generar iniciativas de apoyo a la gestión de directores con programas de actualización profesional, programas de capacitación continua y el desarrollo de otras actividades que den cabida al debate profesional y dinámico sobre la materia.

Bolivia

La iniciativa de crear un Instituto de Gobierno Corporativo surgió hace algunos años atrás con el impulso del Estudio Jurídico "Miguel & Miguel" y la carrera de Derecho de la Universidad Privada de Santa Cruz, con el objetivo de promover la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en las empresas comunitarias, estatales, privadas y social cooperativa y la finalidad de incrementar su competitividad y sostenibilidad en el mediano y largo plazo en el nuevo entorno económico y social¹⁸. En el futuro se espera que a esta iniciativa, se sumen el sector público y privado a raíz de la normativa emitida sobre Gobierno Corporativo¹⁹ para que el Instituto pueda formalizarse e inicie sus actividades.

Con el propósito de alcanzar el objetivo y la finalidad comentada anteriormente, el Instituto estaría integrado básicamente por las siguientes áreas:

- **Consejo Consultivo:** Órgano colegiado integrado por personalidades e instituciones de reconocido prestigio (Públicas y Privadas) relacionadas con el tema. Este Consejo sería la instancia de consulta y orientación en temas de Gobierno Corporativo, opinión y sugerencia a las autoridades pertinentes:
- **Área de Difusión y Asesoría:** Esta área tendría como objetivo la actualización y difusión de temas de Gobierno Corporativo, más la asesoría en: gestión de riesgos, preparación de códigos de Gobierno Corporativo, derechos de

18. La Constitución Política del Estado de fecha 7 de febrero de 2009, en el numeral II del artículo 306^a expresamente señala: *"La economía plural está constituida por las formas de organización económica, estatal, privada y social cooperativa"*.

19. Lineamientos de Gobierno Corporativo para Sociedades Comerciales Bolivianas. Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas (AEMP). RA/AEMP/Nº 142/2011 de 30 de diciembre de 2001. Directrices Básicas para la Gestión de un Buen Gobierno Corporativo. Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI). ASFI/157/12 de 14 de diciembre de 2012.

los accionistas, responsabilidad social y grupos de interés, e incluso directrices sobre control interno.

- **Unidad de Información:** Se constituye como una base de datos de acceso público sobre avances en prácticas de Gobierno Corporativo a nivel nacional e internacional y evolución normativa, logrando emitir directrices con los mejores estándares sobre la materia.

Brasil

En relación con el compromiso del sector privado en la promoción del buen gobierno, Brasil es uno de los países más avanzados en América Latina. Gracias al nivel de compromiso y desarrollo sobre estas materias, se han creado programas de certificaciones e índices de buen gobierno de las empresas cotizadas que podrían considerarse referentes en la región.

En 1995 se creó el Instituto Brasileño de Directores, que pasó a denominarse Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC) en 1999, y se emite la primera versión del Código de mejores prácticas. El IBGC realiza programas de entrenamiento para altos ejecutivos, constituyéndose como un organismo independiente del mercado y calificador del buen gobierno.

A solicitud del Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa (IBGC), y con el apoyo de la OCDE y el Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF²⁰), en el año 2009 varios institutos de Gobierno Corporativo se reunieron en Santiago de Chile, con el fin de intercambiar experiencias y conocimientos sobre al manejo de las políticas de buen Gobierno Corporativo. A esa reunión le siguieron otras en Panamá, Brasil y Colombia, hasta constituir formalmente la red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica (IGCLA) tal y como se ha señalado al inicio de este epígrafe²¹.

Con respecto a las actividades promovidas por las Bolsas de Valores, destacamos la creación del Nuevo Mercado, segmento en la BM&FBOVESPA. Para que una empresa

20. El Foro Global de Gobierno Corporativo es un fondo fiduciario de la Corporación Financiera Internacional (CFI) El Foro fue fundado conjuntamente por el Banco Mundial y la OCDE en 1999. A través de sus actividades, el Foro intenta impulsar al sector privado como motor de crecimiento, reducir la vulnerabilidad a las crisis financieras de las economías en desarrollo y en transición, y ofrecer incentivos para que las empresas inviertan y funcionen en forma eficiente y socialmente responsable. El Foro patrocina iniciativas locales y regionales para corregir deficiencias en materia de Gobierno Corporativo en los países de bajos y medianos ingresos, en el marco de programas nacionales o regionales más amplios de reforma económica. Además de la CFI, actualmente, el Foro está financiado por los gobiernos de Austria, Francia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos y Suiza.

21. Un análisis pormenorizado de las actividades de IGCLA puede encontrarse en el Capítulo 5 de este Estudio.

cotice en él, debe firmar un contrato así como la adhesión a un conjunto de prácticas de Gobierno Corporativo que buscan ampliar los derechos de los accionistas, mejorar la calidad de la información proporcionada por las empresas, así como ofrecer a los inversionistas mecanismos más eficientes y especializados para la resolución de conflictos corporativos a través de una junta de arbitraje. Entre estas prácticas que necesariamente deberán cumplir las empresas que busquen pertenecer a este segmento del mercado encontramos: la extensión a todos los accionistas de las mismas condiciones obtenidas por el grupo de control cuando se produzca una venta; que el directorio tenga un mínimo de 5 miembros y un periodo de hasta 2 años, siendo permitida la reelección; y que al menos el 20% de los miembros del directorio sean independientes.

De esta manera, el Índice del Novo Mercado reúne a las empresas que mayor avance cuentan en materia de Gobierno Corporativo en Brasil, lo cual no sólo las impulsa a implementar mejoras en la gestión más allá de lo que la ley requiere, sino que las hace visibles ante el mercado y los inversionistas permitiendo que los avances que tengan en Gobierno Corporativo puedan ser reconocidos y tengan impacto directo en su valor.

Chile

Chile es otro de los países con avances significativos en materia de políticas de buen gobierno. En este país encontramos el Centro de Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales de la Universidad de Chile que tiene como principal misión mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo, el buen funcionamiento del Directorio o Consejos de Administración, y contribuir así al desarrollo del mercado de capitales, generando valor en las empresas cotizadas. Entre sus objetivos específicos, tenemos:

- Constituirse como un foro para el intercambio profesional de ideas en temas de Gobierno Corporativo y mercado de capitales, potenciando el encuentro, debate, discusión y consultas entre directores miembros y la comunidad fortaleciendo el rol del Directorio (o Consejos de Administración) en torno a temas estratégicos clave, y promoviendo el desarrollo del mercado de capitales.
- Promover la profesionalización de los directorios en Chile, entregando herramientas al servicio del mejor desempeño de las tareas corporativas de los directores, garantizando la calidad de las sesiones del Directorio, implementando mecanismos de evaluación del desempeño del Directorio y llevando a cabo la elección de Directores que puedan comprometer su conocimiento y esfuerzo en llevar adelante la misión de la compañía y de los accionistas.
- Recopilar, organizar y difundir los avances en materias de Gobierno Corporativo que se produzcan a nivel nacional e internacional para así facilitar la actualización

de los conocimientos de los directores en materias de vanguardia de dirección de empresas.

- Establecer vínculos formales de cooperación con otros centros con objetivos similares a nivel internacional.
- Apoyar a los Directores para enfrentar proactivamente nuevas materias tales como normas internacionales de contabilidad, nuevas metodologías para el manejo integrado de sus riesgos, etc.

Colombia

En el año 1999, la Confederación de Cámaras de Comercio (CONFECÁMARAS) puso en marcha un programa de Gobierno Corporativo, con el apoyo del Centro Internacional para la Empresa Privada (CIPE)²². Esta iniciativa contribuyó a la difusión y conocimiento general del Gobierno Corporativo, en especial en el mercado público de valores. Actualmente la Confederación aglutina a cincuenta y siete entidades del sector empresarial, teniendo como objetivo principal el propiciar la competitividad y desarrollo regional a través del fortalecimiento de las cámaras de comercio como instituciones y la representación proactiva de la red ante el Estado, para promover la competitividad de las regiones colombianas, en temas de formalización, emprendimiento e innovación empresarial. De acuerdo con su estrategia, la Confederación actúa en tres ejes de acción:

- I. **Representación de la Red de Cámaras de Comercio:** conecta y es portavoz ante las diferentes instancias nacionales e internacionales.
- II. **Servicios para la Red de Cámaras de Comercio:** prestación de servicios de alto impacto y nuevos negocios
- III. **Cooperación y Colaboración:** comparte y propicia el desarrollo de iniciativas que busquen la competitividad y el desarrollo del país. Busca alianzas con entidades nacionales y organismos multilaterales para fortalecer los focos de trabajo de la Red de Cámaras de Comercio.

Entre los temas de gran importancia para la Confederación, podemos destacar los siguientes:

- **Competitividad:** Colombia cuenta con el Sistema Nacional de Competitividad e Innovación, alianza público privada que mayor continuidad ha tenido desde el 2006. La Confederación hace parte del Comité Ejecutivo de este sistema, en

22. CIPE: Center for International Private Enterprise o Centro Internacional para la Empresa Privada tiene como fin primordial fortalecer la democracia alrededor del mundo a través de la empresa privada y reforma orientada al mercado de capitales. El CIPE es uno de los cuatro institutos principales del National Endowment for Democracy (Fondo Nacional para la Democracia).

donde se define la política y la estrategia nacional en esta materia. Este sistema tiene su representación en el plano local a través de las Comisiones Regionales de Competitividad, que son la instancia de articulación e interlocución entre el gobierno nacional y local.

- **Formalización Empresarial:** permite que la empresa sea visible para el Estado con el fin de ser beneficiaria de políticas que promulguen por la mejora de los negocios, el acceso a líneas de crédito especiales, apoyo técnico, capacitación, estudios de mercado, así como a la institucionalidad que facilita mantener redes de negocios.
- **Emprendimiento dinámico y de alto impacto:** como herramienta clave para crear nuevas empresas que crecen rentable, rápida y sostenidamente, son generadoras de trabajos de calidad, presentan altos niveles de reinversión y tienen la capacidad de potenciar el crecimiento económico.
- **Innovación:** como factor competitivo no sólo desde el punto de vista económico sino como fuerza impulsora del desarrollo social, ya que la innovación se traduce en conocimiento incorporado al proceso productivo que adiciona valor para la empresa o la sociedad.

Uno de los logros más interesantes que ha tenido esta organización, se da en el año 2005, ya que gracias a que venía desarrollando un plan de difusión y divulgación del programa de buen gobierno, a través de la Ley 964 de 2005 que logra que se incluya, so pretexto de la protección de los inversionistas, aspectos de Gobierno Corporativo relativos a las Juntas Directivas o Consejos de Administración dentro de la misma Ley del Mercado de Valores. Entre los temas que se pueden destacar se encuentran: la exigencia de al menos 25% de miembros de las Juntas Directivas como independientes, la eliminación de las suplencias numéricas o la posibilidad de no tener suplentes, la obligatoriedad de contar con un Comité de Auditoría, la elección de sus integrantes sin que sea obligatoria la aplicación del sistema de cociente electoral y la obligación de responder por escrito motivado las propuestas realizadas por accionistas que representan el cinco por ciento de las acciones suscritas.

Costa Rica

El Instituto de Gobierno Corporativo de Costa Rica (IGC-Costa Rica) es una iniciativa impulsada por un grupo de representantes del sector empresarial del país, que buscaban coordinar esfuerzos para ayudar a los empresarios a entender y aplicar buenas prácticas dentro de las organizaciones, y así tomar mejores decisiones y elevar las probabilidades de supervivencia en el largo plazo. El grupo está compuesto por representantes de la Bolsa Nacional, la Cámara de Industria, la Cámara de Exportadores, la Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores, la Cámara Nacional de Sociedades de Fondos de Inversión, el Colegio de Contadores Públicos, el Instituto

de Auditores Internas, así como expertos de las empresas consultoras KPMG, E&Y, Deloitte.

En agosto de 2009, siendo de interés por parte de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica y de la Cámara de Emisores de Títulos Valores formalizar la difusión de las buenas prácticas más allá del ámbito de las empresas que cotizan en bolsa, se contactaron otros grupos empresariales y organizaciones afines para invitarlos a unir esfuerzos y crear el Instituto de Gobierno Corporativo de Costa Rica con el fin de ayudar a los empresarios a entender y aplicar las políticas de buen gobierno dentro de las corporaciones, aprendiendo a tomar mejores decisiones.

El IGC de Costa Rica cuenta con el apoyo del Foro Global de Gobierno Corporativo, de la Corporación de Finanzas Internacional del Banco Mundial (IFC).

El Salvador

En el año 2010, la Fundación Bursátil de El Salvador fue invitada a participar de las reuniones organizadas por el Foro Global de Gobierno Corporativo. En la actualidad, y con los conocimientos adquiridos en las reuniones de Panamá y en la de Río de Janeiro, se ha logrado que la Fundación Bursátil tenga un mejor conocimiento sobre la relevancia que tiene para los mercados de capitales y para las economías de los países contar con una entidad que vele por la difusión y capacitación de lo que se debe entender por Gobierno Corporativo y que sirva de guía técnica para la adopción, y comprensión del tema.

La Fundación Bursátil de El Salvador, se enfoca en dar inicio a una etapa de investigación y sensibilización local, es por esta razón que muchas de sus actividades van enfocadas en establecer conceptos claros en la comunidad empresarial y comercial del país.

Otra de las medidas adoptadas por la fundación y que se hace loable destacar, es la adopción de un plan estratégico de continuidad de la promoción de las políticas de buen gobierno, la conformación de grupos promotores del sector privado que contribuyan con la formalización de un Instituto de Gobierno Corporativo de El Salvador.

Ecuador

En el Ecuador la promoción y difusión de las prácticas de Gobierno Corporativo ha sido ejecutada desde el año 2004 por la Bolsa de Valores de Quito, con el apoyo de varios organismos internacionales, entre los que debemos destacar a CAF-banco de desarrollo de América Latina, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), CIPE, CONFECÁMARAS de Colombia, International Finance Corporation (IFC), el

Foro Global de Gobierno Corporativo, la Red Latinoamericana de Institutos de Gobierno Corporativo (ICGLA), la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo de la OCDE.

Después de varios años de llevar adelante un importante número de programas de sensibilización y capacitación para despertar el interés del sector empresarial, durante el cual se ha capacitado a consultores y a profesionales del sector académico; se crearon planes curriculares para la cátedra de Gobierno Corporativo y se estructuró una red académica con la participación de universidades de Quito, Guayaquil y Cuenca; se realizó el diagnóstico y la implementación de buenas prácticas de gobernanza corporativa en sesenta empresas piloto, y es de esta manera como nace el Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa (IEGC).

A este esfuerzo se adhieren como miembros fundadores, el Consejo de Cámaras y Asociaciones de la Producción, la Asociación de Casas de Valores, la Universidad Santa María Campus Guayaquil, la Universidad de los Hemisferios y la Bolsa de Valores de Quito. Acompañaron la fundación, como testigos de honor, los señores Luis Bakker Guerra, Gonzalo Chiriboga Chaves, Werner Moeller y Patricio Peña R.

El objetivo principal del Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa (IEGC) es mantener la promoción y difusión de buenas prácticas de Gobierno Corporativo; generar y actualizar guías y principios de buen gobierno; apoyar el emprendimiento; desarrollar estudios e investigaciones para la generación de documentos guías; apoyar en la adopción de buenas prácticas por parte de los órganos de gobierno de las empresas, entre otros, convirtiéndose así en la organización de referencia en el país.

México

A finales del año 2009, se crea el Instituto Mexicano de Mejores Prácticas Corporativas (IMMPC), como un organismo de referencia para evaluar la metodología y entender los sistemas y herramientas de políticas de buen gobierno, con base a los estándares modernos que coadyuvan a la buena gestión empresarial. El Instituto, a través de su Centro de Investigación y Desarrollo (CID), tiene como objetivo identificar y estudiar las mejores prácticas existentes y la relación real que debe darse entre la congruencia y la efectividad de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Así han creado iniciativas entre las que podemos destacar la publicación de una revista sobre mejores prácticas corporativas, la cual sirve como un medio de acercamiento y difusión de los principios y mejores entre las corporaciones.

Otra de las iniciativas que ha tenido el Instituto es la creación de un programa de certificación de Consejeros que define cómo debe ser su perfil, las funciones y

responsabilidades que tienen las Juntas Directivas o Consejos de Administración. Hoy en día, el Instituto cuenta con un banco de consejeros activos los cuales se encuentran a disposición de las empresas cotizadas con el fin del cumplimiento de mantener directores independientes dentro de sus Junta Directivas o Consejos de Administración, que mantengan un nivel de confianza, tecnicismo, conocimiento y sentido de compromiso con la ética y la responsabilidad social corporativa.

Otro de los organismos importantes a resaltar es el Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo (CEGC) fundado en marzo 2004 por la Universidad Anáhuac México Sur y por la empresa Deloitte de México. El CEGC es una asociación civil sin fines de lucro y sus ingresos son destinados a lo que es su objeto social; mantiene una estrecha relación de colaboración y/o patrocinio con el Internacional Finance Corporation, el Banco Mundial y la OECD, además de otros importantes organismos a nivel nacional e internacional como Caux Round Table, Endeavor, National Association of Corporate Directors (NACD), Club de Empresarios Bosques, Haynes & Boone, etc.

El Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo se destaca por brindar los siguientes servicios y asesorías:

- a) Contribuir con minimizar los riesgos del negocio.
- b) Colaborar con la administración para incrementar los niveles de efectividad, eficiencia y transparencia.
- c) Asesorar en el cumplimiento de regulaciones y recomendaciones existentes de mejores prácticas de Gobierno Corporativo.
- d) Aumentar la confianza en los inversionistas.

Se debe tener en claro que la misión del Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo Mexicano (CEGC) es la de promover una cultura de excelencia entre los consejeros y directivos de las corporaciones, ya sea privadas o públicas en la forma de gestión y administración de las mismas, logrando estándares que permitan: mayor eficiencia, acceso a capitales, valor empresarial, transparencia, e integridad de las empresas u organismos.

Panamá

El Instituto de Gobierno Corporativo (IGC-Panamá) se inició en el año 2006. Su primer presidente trabajó con el apoyo de un grupo de personas del sector privado comprometidas con alcanzar un nivel de competitividad para el país. A dichas personas se les ha dado el reconocimiento de Miembros "Fundadores-Gestores", al igual que las empresas que han colaborado con la creación del IGC, se la ha denominado miembros "Corporativos Fundadores".

En el año 2008, el IGC-Panamá logra elaborar un plan estratégico logrando consolidar su formación gracias al auspicio, asesoría y colaboración continua del Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF) —cofundado por el Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)—.

En la actualidad el Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá se ha consolidado como el organismo de referencia para la capacitación, difusión e investigación de los principios de buen gobierno y ética empresarial. Adicionalmente destacar que se ha convertido en miembro activo y pleno de la red regional de los institutos de Gobierno Corporativo en los países de Latinoamérica (IGCLA), por lo que es reconocido como una autoridad en la materia. Entre sus objetivos principales podemos destacar:

- **Concientización:** desarrollar conciencia general de los beneficios para las empresas de implementar buenas prácticas de Gobierno Corporativo.
- **Información:** mantener disponible para el sector empresarial e instituciones del país información de importancia y publicaciones especializadas.
- **Capacitación:** responsable de organizar foros, seminarios y cursos especializados para los directores y ejecutivos del sector empresarial.

Perú

El primer gran hito en materia de Gobierno Corporativo en el Perú lo constituyó en el 2002 la conformación de un comité al más alto nivel, integrado por ocho entidades de los sectores público y privado, liderado por la entonces Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), hoy Superintendencia del Mercado de Valores, con la finalidad de establecer principios de buen Gobierno Corporativo acordes a las empresas peruanas. Este esfuerzo condujo a que en julio de dicho año se emitiera el documento "Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas".

En la elaboración de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades, se tuvieron en cuenta los principales avances en la materia, acogiendo la importante tendencia internacional de generación de códigos de Buen Gobierno. De esta forma, la estructura del primer código peruano de principios seguía las pautas aceptadas globalmente con ciertos matices que tomó en cuenta las características de las empresas peruanas, su estructura accionaria y el marco legal en que se desarrollan. La entonces CONASEV asumió posteriormente el reto de exigir a las empresas emisoras de valores por oferta pública la revelación del grado de adhesión a los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas (2004), a través de sus Memorias Anuales y en los Prospectos Informativos. Dicha obligación se instauró con el fin de que las empresas emisoras divulgaran al mercado en qué medida venían implementando de manera voluntaria algunos de los principios establecidos en el referido código.

Posteriormente, en 2012, la Superintendencia del Mercado de Valores asumió la iniciativa de proceder a actualizar los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas buscando recoger la experiencia adquirida en los últimos años, así como los avances que se han alcanzado en materia de Gobierno Corporativo en el ámbito internacional. Para este fin, se constituyó el Comité de Actualización de Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, el cual fue conformado por 14 instituciones de los sectores público y privado. Dicho Comité fue liderado por la Superintendencia del Mercado de Valores, asumiendo PROCAPITALES la secretaría técnica.

En noviembre de 2013, el referido Comité publicó el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. El Código se orienta a brindar una versión actualizada que recoge los mejores estándares de buen Gobierno Corporativo identificados a nivel global y local, aplicables a la realidad peruana, poniendo especial énfasis en los nuevos avances experimentados en este campo, en especial en la dinámica de la Junta General de Accionistas (propiedad), el Directorio (administración) y la Alta Gerencia (gestión ordinaria), así como en la implementación de una adecuada gestión de riesgos; todo ello con el objeto de propiciar que se establezcan controles recíprocos y que las sociedades funcionen de manera eficiente.

En junio de 2014, la Superintendencia del Mercado de Valores aprobó el nuevo "Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas", el cual persigue que las empresas emisoras inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores revelen al mercado a través de su Memoria Anual y Prospectos Informativos en qué medida han adoptado los principios de buen gobierno incluidos en el Código.

Asimismo, dentro de las iniciativas desarrolladas por el sector privado para fortalecer el Gobierno Corporativo en el Perú en los últimos años, se encuentra la instauración en el 2006 del Concurso de Buen Gobierno Corporativo, creado en alianza entre la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (PROCAPITALES) y la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC)²³, que premia a las empresas cuyos órganos de gobierno han adoptado un compromiso con el cambio, orientando al cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo.

Otra iniciativa importante en promover las mejores prácticas de Gobierno Corporativo lo constituyó la creación por parte de la Bolsa de Valores de Lima del Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) el 30 de junio del 2008, que en la actualidad contiene a

23. La Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas es una institución universitaria de carácter privado e independiente. Creada mediante Ley 26276 de 5 de enero de 1994. Su filosofía educativa se basa en principios de formación, investigación y promoción del conocimiento, cultura, desarrollo e innovación; teniendo como norte la calidad, modernidad, eficiencia y competitividad a nivel internacional.

diez empresas de diversos sectores como son banca, minería, energía, entre otros. Las empresas emisoras que desean integrar este índice deben alcanzar ciertos estándares mínimos que son validados por empresas especializadas independientes inscritas en el registro de la BVL (denominadas "empresas validadoras") y cumplir criterios de liquidez. Asimismo, la BVL difunde aquellas empresas que poseen buenas prácticas de Gobierno Corporativo, pero que no fueron consideradas en el IBGC por factores de bursatilidad. La importancia de este índice radica en que con él se beneficia tanto a las empresas como a los inversionistas, porque permite una mejor visibilidad de estas y es una herramienta importante en la toma de decisiones de inversión.

Finalmente, es importante destacar el papel de PROCAPITALES en la promoción del buen Gobierno Corporativo en el Perú, participado junto con una serie de instituciones y gremios privados en la elaboración de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas y promoviendo su adhesión a través de concursos y seminarios. Asimismo, PROCAPITALES es miembro de la red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica (IGLA). Al respecto, PROCAPITALES en el 2012 promovió la constitución del Instituto de Buen Gobierno Corporativo, encontrándose en la actualidad en proceso de reestructurar su Consejo Directivo y el establecimiento de su plan de actividades de corto y mediano plazo.

■ 5. CONCLUSIONES

Durante estos últimos quince años, se han alcanzados importantes avances en materia de Gobierno Corporativo en Iberoamérica gracias al apoyo de organismos internacionales, como la OCDE y CAF, pero también debido a diferentes iniciativas puestas en marcha y promovidas desde instituciones públicas y organizaciones privadas, entre las que se encuentran los institutos de Gobierno Corporativo, las bolsas de valores y los supervisores de los mercados de valores.

Sin embargo aún existe un largo camino por recorrer, y es necesario continuar aprendiendo de las experiencias de aquellos países que han logrado construir una sólida cultura de Gobierno Corporativo en sus mercados. En los próximos años se presentan grandes retos que deberán ser asumidos por las diversas instituciones que interactúan en la región —públicas y privadas—, esfuerzo que estamos seguros se verá fortalecido con el intercambio permanente de conocimientos y experiencias entre nuestros países mediante espacios y herramientas como los descritos en el presente trabajo.

CAPÍTULO 4

Estructura General de la regulación y supervisión del Gobierno Corporativo

Maria Luisa Streb

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

Marissa Reichberg Steinberg

Abogado - Fiscalía de Valores de la SVS de Chile

Sandra Paredes

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

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

■ 1. INTRODUCCIÓN

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

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

Lo que aquí se propone es analizar, de forma general, los diferentes modelos adoptados en el mercado de valores de los distintos países para regular y supervisar los principios de buen gobierno¹. En la sección que continúa se hará un repaso de la regulación en los países participantes del Estudio, y los epígrafes siguientes tratarán sobre la Información remitida al supervisor, sus facultades sancionatorias, y los códigos privados respectivamente.

■ 2. REGULACIÓN

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

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

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

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

Argentina: Código de Gobierno Societario, Resolución General Comisión Nacional de Valores N° 606/12², también en el Anexo IV del Título IV Régimen Informativo Periódico de las NORMAS CNV 2013³.

Bolivia: Lineamientos de Gobierno Corporativo para Sociedades Comerciales bolivianas, aprobados por la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas, Resolución Administrativa RA/AEMP/N° 142/2011⁴.

Brasil: Cuatro Segmentos de cotización de BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercaderías y Futuros S.A. (BVMF)⁵. Código Reglamento de la Asociación Brasileña de Mercado de Capitales y Mercado Financiero y Mejores Prácticas para la Oferta Pública para la Distribución y Adquisición de Valores⁶. Código de Mejores Prácticas emitido por el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC⁷.

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

Colombia: Circular Externa 28 de 2014 que adopta el Nuevo Código País para emisores de valores, que sustituye el expedido en 2007 sobre Mejores Prácticas Corporativas de Colombia. El nuevo Código establece la obligación de diligenciar y remitir el Reporte de Implementación de dicho código por parte de los emisores de valores⁹.

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

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

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

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

6. http://portal.anbima.com.br/financas-corporativas/regulacao/codigo-de-ofertas-publicas/Documents/CodigoOfertasPublicas_em-vigor-a-partir-de-03.02.14.pdf

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

8. http://www.svs.cl/normativa/ncg_341_2012.pdf

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

España: Nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2015, que sustituye al Código Unificado de Buen Gobierno, aprobado por el Consejo de la CNMV en 22 de mayo de 2006 y que fue actualizado parcialmente en junio de 2013¹⁰.

Panamá: Acuerdo 12-2003 de 11 de noviembre de 2003, que recomienda principios de buen Gobierno Corporativo para sociedades registradas en la Superintendencia del Mercado de Valores¹¹.

Perú: el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013) fue producto del consenso de 14 instituciones, tanto públicas como privadas, lideradas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), no siendo aprobado por Ley o norma de la Superintendencia. Sin embargo, el referido Código es tomado como base por la SMV para exigir a las empresas cuyos valores se encuentren inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, la revelación de su grado de cumplimiento a través del "Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas" aprobado por Resolución de Superintendencia N° 012-2014-SMV/01¹².

Portugal: Reglamento No. 4/2013, relativo al gobierno de las sociedades¹³.

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

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

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

12. http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=2DDBB5C2CD1060AE030E6D507521DFA95226841C006BE952238AA33F3F6453C1BDF3E8849B

13. http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/Reg2013/Pages/Reg_2013_04.aspx

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

3. INFORMACIÓN REMITIDA AL SUPERVISOR. FACULTADES SANCIONATORIAS

En este epígrafe se hará referencia a la información remitida al supervisor sobre Gobierno Corporativo, la publicidad que se da a la misma y las acciones de fiscalización que se pueden llevar a cabo por el supervisor, así como sus facultades sancionatorias, focalizando el análisis en el mercado de valores¹⁴.

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

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

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

3.1. Normas de Gobierno Corporativo de asunción voluntaria

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

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

sobre su grado de cumplimiento al público y al regulador. En caso de sistemas “cumple o explica” o similares,¹⁵ se ha observado que varios de los países adoptan un sistema de informe anual¹⁶ emitido por los mismos fiscalizados. Otra alternativa existente, es exigir que dichas normas se incluyan en sus estatutos (sistemas de sometimiento voluntario)¹⁷. En todos estos casos el regulador, de conformidad a sus facultades legales, velará por la adecuada información pública, el cumplimiento de los plazos de entrega y el contenido de la misma.

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

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

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

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

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

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

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

3.2. Normas de Gobierno Corporativo de carácter obligatorio

En caso de exigencias relativas a Gobierno Corporativo de carácter obligatorio¹⁸, éstas generalmente se encuentran contenidas en las leyes o reglamentos, y deben ser informadas a través de los reportes financieros anuales, información relevante al mercado y otros informes de carácter mandatario establecidos por el ente regulador, cuya fiscalización le corresponderá al mismo, conforme a los sistemas que tenga establecidos al efecto.

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

Finalmente es importante señalar que algunos de los países cuentan con una supervisión paralela realizada por un organismo de carácter privado o autorregulador¹⁹, que puede emitir informes e incluso llegar a aplicar sanciones respecto de sus regulados.

3.3. Facultades sancionatorias

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

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

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

Argentina

El organismo encargado de supervisar el cumplimiento de las normas del Gobierno Corporativo es la Comisión Nacional de Valores (CNV), facultad encomendada a través del art. 19 de la Ley de Mercado de Capitales (en adelante LMC), No. 26.831/2012²⁰. La CNV cuenta con un régimen informativo periódico de remisión de documentación en forma diaria, semanal, mensual, trimestral, y anual por parte de las entidades bajo su control. Dicha información se encuentra en la web bajo la denominación de "Auto-pista de Información Financiera" (en adelante AIF)²¹. La instrucción de sumarios y las resoluciones finales son puestas en conocimiento público a través de la AIF.

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

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

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

Asimismo, la LMC otorga al Organismo Supervisor el poder disciplinario en relación a las violaciones de la ley, con facultad para requerir informes, realizar inspecciones e investigaciones sobre las personas sujetas a su fiscalización, recabar el auxilio de la fuerza pública, iniciar acciones judiciales, denunciar delitos y constituirse en parte querellante (art. 20 de la LMC). Las sanciones previstas ante la detección de infracciones a la LMC y a las normas reglamentarias²² son: apercibimiento, multa, inhabilitación para ejercer funciones como miembro de un órgano societario, suspensión del régimen de oferta pública, o prohibición para efectuar ofertas públicas de valores. Las sanciones de apercibimiento tienen por finalidad advertir sobre la reiteración de dicha conducta en el futuro. En cambio, las resoluciones definitivas que aplican sanciones mayores a la de apercibimiento, pueden traer aparejada la responsabilidad de los miembros de los órganos sociales. Las decisiones definitivas que aplican sanciones

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

21. http://www.cnv.gob.ar/info_Financiera.asp?Lang=0

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

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

Bolivia

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

Respecto a las leyes, reglamentos y otras normas de carácter obligatorio que contengan disposiciones relativas a Gobierno Corporativo, la AEMP fiscaliza, controla, supervisa y regula las actividades de las empresas en lo relativo al Gobierno Corporativo, defensa de la competencia, reestructuración de empresas y registro de comercio. Puede obligar al cumplimiento y sancionar la inobservancia de obligaciones imperativas contenidas en el Código de Comercio aplicables al tipo societario, a cuyo efecto cuenta con el Reglamento de Sanciones e Infracciones Comerciales de la AEMP²³.

Con respecto a las entidades de intermediación financiera a Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) emitió las Directrices Básicas para la Gestión de un Buen Gobierno corporativo, que son de cumplimiento obligatorio²⁴. ASFI supervisa la administración de las entidades financieras que se sujetan a las disposiciones de la misma Ley de Servicios Financieros, No. 393/2013,²⁵ y sus reglamentos, y a la normativa sobre Gobierno Corporativo emitida por dicha Autoridad. ASFI tiene amplias facultades de supervisión y sanción sobre sus regulados (art. 16 y 23 de la Ley No. 393). Respecto de sanciones por el retraso o no envío de información (Informe de Gobierno Corporativo), la ASFI tiene facultades sancionatorias otorgadas por las directrices que podrían ser pecuniarias.

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

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

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

Brasil

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

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

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

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

26. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm

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

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

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

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

Chile

Las normas sobre Gobierno Corporativo de sociedades anónimas abiertas se establecen en las leyes, reglamentos y normas dictadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante SVS) y otras Superintendencias del sector financiero (superintendencia de bancos y superintendencia de administradoras de fondos de pensiones). La Norma de Carácter General N° 341/2012²⁸, emitida por la SVS, establece Normas para la Difusión e Información respecto de los Estándares de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas, bajo el sistema de "cumpla o explique".

La SVS posee las facultades otorgadas en el artículo 4 de su Ley Orgánica, D.L. No. 3.538/2011²⁹, que se refieren a velar por que las personas o instituciones fiscalizadas, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan, y, sin perjuicio de las facultades que éstos le otorguen, está investida, entre otras, de las siguientes atribuciones: (i) interpretar administrativamente, en materias de su competencia, las leyes, reglamentos y demás normas que rigen a las personas o entidades fiscalizadas, y fijar normas; (ii) examinar todas las operaciones, bienes, libros, cuentas, archivos y documentos de los sujetos o actividades fiscalizados y requerir los antecedentes que juzgue necesarios; (iii) pedir la ejecución y presentación de balances y estados financieros en las fechas que estime convenientes, para comprobar la exactitud e inversión de los capitales y fondos; (iv) inspeccionar, por medio de sus empleados o de auditores externos, a

28. http://www.svs.cl/normativa/ncg_341_2012.pdf

29. http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/DL_3538_dic2011.pdf

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

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

Colombia

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

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

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

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

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

artículo 326 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero³¹ de aprobación u objeción para el funcionamiento de entidades, funciones respecto de la actividad de las entidades, funciones de control y vigilancia y de prevención y sanción.

Costa Rica

La Superintendencia General de Valores es la encargada de supervisar el cumplimiento de las normas de Gobierno Corporativo en los participantes del mercado de valores costarricense. Al efecto, además de las leyes, la normativa contempla el Reglamento de Gobierno Corporativo, emitido por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero³² (Conassif) de observancia para los emisores financieros. Las facultades de que dispone la Superintendencia General de Valores se encuentran conferidas en el artículo 3 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, No. 7732/1997³³, y en su artículo 8 se definen las atribuciones del Superintendente. Los mecanismos de supervisión utilizados para verificar el cumplimiento de las normas en cuestión incluyen supervisiones *in situ* (auditorías) y supervisiones *extra situ*. La definición y aplicación de medidas precautorias, así como el inicio de procedimientos administrativos pueden finalizar con la aplicación de una sanción administrativa, según corresponda. Las sanciones se encuentran descritas en el título IX de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y pueden abarcar desde la suspensión de la actividad hasta la imposición de una sanción pecuniaria.

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

Ecuador

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

31. http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/codigo/estatuto_organico_sistema_financiero_pr012.html#326

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

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

de control societario y del mercado de valores, en el ámbito de su competencia y acorde a lo dispuesto en la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil³⁴, la Ley de Compañías, la Ley de Mercado de Valores, el Código Orgánico Monetario y Financiero, y las regulaciones que emita la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, tiene facultad para expedir normas que considere necesarias para el buen gobierno, vigilancia y control de las compañías sujetas a su control.

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

El Salvador

La Superintendencia del Sistema Financiero (en adelante SSF), es la entidad encargada de supervisar el cumplimiento de las disposiciones legales aplicables a las entidades participantes del mercado de valores; así como las normas emitidas por el Comité de Normas, incluyendo las relativas a Gobierno Corporativo. Al efecto, el Banco Central de Reserva, a través del Comité de Normas, es el organismo responsable de aprobar el marco normativo técnico que debe dictarse para regir la actividad y servicios prestados por las entidades supervisadas a cargo de la SSF, y entre éstas, a las que participan en el mercado de valores como emisores, como son las sociedades cotizadas. Además, regula la aplicación de las Normas de Gobierno Corporativo para las Entidades Financieras, Resolución NPB4-48³⁵, entre las que se encuentran sociedades cotizadas.

Las facultades reconocidas al supervisor están determinadas en los artículos 3, 4, 5 y 6 de la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero³⁶, las del Consejo Directivo en el artículo 15 de la mencionada Ley, y las del Superintendente como encargado de la ejecución de las resoluciones del Consejo Directivo y de la dirección de las actividades de la SSF en el artículo 19 de la misma Ley.

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

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

35. http://www.ssf.gob.sv/images/stories/desc_normas_prud_bancos/NPB4-48.pdf

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

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

España

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

La Circular 5/2013³⁷ de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, establece los modelos de Informe Anual de Gobierno Corporativo (en adelante IAGC) de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. Por otra parte, la Circular 4/2013³⁸ de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, establece los modelos de Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros (en adelante IARC) de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

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

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

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

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

Guatemala

No existe un órgano supervisor como tal, solamente hay un Registro Mercantil, el cual es el encargado de inscribir todo los actos relativos a las sociedades. La regulación se encuentra en el Código de Comercio³⁹.

Honduras

El organismo encargado de supervisar el cumplimiento de la norma de Gobierno Corporativo, Resolución No.300/2005⁴⁰, es la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, a través de la Superintendencia de Seguros y Superintendencia de Valores, que dispone de amplias facultades expresadas a través del decreto Ley de Comisión Nacional de Bancos y Seguros, y los mecanismos de supervisión son mediante auditorias o exámenes *in situ* y *extra situ*.

México

El organismo encargado de supervisar el cumplimiento de las normas en materia de Gobierno Corporativo es la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), fundamentado en la Ley del Mercado de Valores y sus Disposiciones de Carácter General⁴¹. La Comisión supervisa y regula en el ámbito de su competencia a las entidades integrantes del sistema financiero mexicano, a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantiene y fomenta el sano y equilibrado desarrollo de dicho sistema en su conjunto, en protección de los intereses del público. Supervisa y regula a las personas físicas y demás personas morales, cuando realizan actividades previstas en las leyes relativas al citado sistema financiero.

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

40. www.cnbs.gov.hk > Marco Legal > Circular, CNBS No.016/2005

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

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

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

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

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

Panamá

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

En el caso de empresas cotizadas en la Bolsa de Valores de Panamá, cuyas emisiones se encuentran registradas ante la Superintendencia, la SMV sólo está facultada mediante Ley del Mercado de Valores⁴² para recomendar la adopción de Principios de Gobierno Corporativo para estas entidades emisoras (art. 10 de la Ley).

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

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

los recomendados a través del Acuerdo 12-2003 de 11-11-2003⁴³ se cumplen y su nivel de implementación.

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

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

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

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

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

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

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

Paraguay

La Comisión Nacional de Valores (CNV) es el órgano encargado de supervisar a las empresas cotizadas con todas las facultades que le asigna la Ley de Mercado de Valores, No. 1284/1998⁴⁴. Si bien no existe una norma específica de Gobierno Corporativo, muchos artículos de la Ley de Mercado de Valores establecen condiciones de gobierno a las entidades emisoras, además de lo establecido en el Código Civil Paraguayo en lo referente a sociedades, sus órganos de dirección, administración y fiscalización.

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

Perú

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

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

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

44. http://www.leyes.com.py/todas_disposiciones/1998/leyes/ley_1284_98.php

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

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

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

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

Portugal

La *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (CMVM) es la autoridad competente para vigilar el cumplimiento de la ley por parte de las sociedades cotizadas, a saber, las normas previstas en el *Código dos Valores Mobiliários* (CVM), Decreto-Ley No. 486/1999⁴⁶ o Reglamentos CMVM y las recomendaciones que se emiten por ésta.

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

46. http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios/Pages/default.aspx

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

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

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

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

República Dominicana

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

47. http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=524&tabela=leis&ficha=1&pagina=1

disposiciones mínimas de Gobierno Corporativo establecidas en la Ley General de Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada, No. 479/2008 y su modificada por la Ley 31/2011⁴⁸, y el Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores, No. 19/2000⁴⁹.

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

Uruguay

El Banco Central del Uruguay (en adelante BCU) supervisa el cumplimiento de la normas de Gobierno Corporativo de las entidades que operan en el Mercado de Valores, teniendo facultades de inspección, supervisión y control con poder sancionatorio. Las sanciones varían de acuerdo a la gravedad del incumplimiento verificado, desde la observación a la multa y la suspensión de la habilitación para operar en el mercado (artículo 118 de la Ley de Mercado de Valores Normas, No. 18.627⁵¹, y 33 de la Carta Orgánica del BCU, Ley No. 18.996⁵²).

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

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

■ 4. CÓDIGOS PRIVADOS

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

48. http://siv.gov.do/app/do_2011/marco-legal-reglamentos.aspx

49. http://siv.gov.do/app/do_2011/marco-legal-reglamentos.aspx

50. http://siv.gov.do/app/do_2011/marco-legal-resoluciones.aspx?id=255

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

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

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

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

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

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

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

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

5. CONCLUSIONES

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

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

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

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

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

CAPÍTULO 5

El papel de los Organismos Internacionales y Multinacionales. Las organizaciones privadas y públicas

Andrés Oneto

*Ejecutivo Principal / Dirección de Políticas Públicas
y Competitividad de CAF- banco de desarrollo de América Latina*

Carlos Barsallo

Socio, Riesgo, ética e independencia, Deloitte Consultores, Panamá

1. INTRODUCCIÓN
2. EL PAPEL DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES Y MULTILATERALES E IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO
 - 2.1. Toolkit de IFDs
 - 2.2. OCDE
 - 2.3. Corporación Interamericana de Inversiones-CII
 - 2.4. Corporación Financiera Internacional-IFC
 - 2.5. CAF-banco de desarrollo de América Latina
 - 2.6. CEPAL
3. EL ROL DE LAS ORGANIZACIONES PRIVADAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO EN AMÉRICA LATINA
 - 3.1. ¿Quiénes son y qué hacen?
 - 3.2. Un esfuerzo colaborativo
 - 3.3. Historia y evolución del IGCLA
 - 3.4. Algunos logros concretos
 - 3.5. Otras iniciativas privadas
 - 3.6. Alianzas estratégicas con organizaciones privadas claves: los medios de comunicación
4. CONCLUSIÓN

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo del capítulo se analizará la labor de diversos organismos internacionales y multinacionales, así como de las organizaciones privadas y públicas, en la promoción de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. En primer lugar se describirá el papel que juegan los organismos internacionales, y la importancia que le han dado al Gobierno Corporativo como pieza fundamental para promover el desarrollo, y se describirán las herramientas y actividades que estas organizaciones han venido realizando y difundiendo.

En segundo lugar, se explicará la importancia que tienen las organizaciones privadas en el desarrollo del buen Gobierno Corporativo, con especial énfasis en el nacimiento, desarrollo y evolución de los institutos de Gobierno Corporativo que se han establecido en región, y las actuaciones que realizan, tanto de forma individual como agrupados en una red de institutos de América Latina. Se hará referencia igualmente a otras importantes iniciativas privadas que involucran a empresas y a los medios de comunicación, piezas fundamentales en el desarrollo del buen Gobierno Corporativo.

2. EL PAPEL DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES Y MULTILATERALES E IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

A nivel de organismos internacionales y multilaterales que operan en la región, muchos de ellos tienen identificada como parte de su misión el contribuir al desarrollo económico, el crecimiento sostenible de América Latina, así como reforzar las relaciones económicas de los países, tanto a nivel regional como a escala mundial.

En esa línea se ha identificado al Gobierno Corporativo, como una herramienta de ayuda en esta misión pues, a nivel agregado, la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo por las empresas debe contribuir a la atracción de inversión local e internacional, al reducir riesgos y mejorar la transparencia de la gestión de los recursos. De esta forma, puede ayudar al desarrollo institucional del sistema financiero y del mercado de valores. Finalmente, facilita la supervisión y/o regulación en los sectores que la tienen, contribuyendo con todos estos factores a la competitividad agregada.

De igual manera, a nivel individual y en la medida que sean adecuadamente implementadas, el contar con buenas prácticas de Gobierno Corporativo permite a las empresas atraer y retener capital financiero. Esto debido a los menores costos de monitoreo y menores riesgos relacionados con su gestión. Complementariamente,

permite el establecimiento de acuerdos en mejores condiciones y a mayores plazos con otros grupos de interés, así como una mejor concentración en la generación de valor para la sociedad y sus accionistas.

Es importante destacar que, actualmente, las economías latinoamericanas muestran en general un bajo desarrollo de su sector financiero y, en particular, de sus mercados de capitales. Por su efecto sobre la competitividad y el crecimiento de la región, es necesario avanzar en la creación de condiciones que hagan más atractivos estos mercados para los oferentes de recursos de capital. Por lo tanto, la adopción de marcos regulatorios que incorporen buenas prácticas de Gobierno Corporativo en las empresas de la región es un factor crítico para promover dicho desarrollo. Adicionalmente, y de manera particular para las instituciones financieras de desarrollo (en adelante IFD) a nivel de multilaterales, la promoción del Gobierno Corporativo entre sus clientes directos e indirectos, y la aplicación efectiva en sus procesos de inversión y/o crédito generan importantes beneficios, tales como:

- **Genera valor:** la aplicación práctica de buenas prácticas por parte de las empresas genera oportunidades para administrar de mejor manera los riesgos, creando valor al mejorar la gestión y el acceso al capital.
- **Reduce el riesgo de inversión:** un mejor gobierno de las empresas reduce el riesgo de la IFD en la inversión/crédito
- **Reduce el riesgo reputacional:** las IFDs asumen riesgos reputacionales cuando se involucran en operaciones con un pobre gobierno
- **Desarrollo del mercado de capitales:** mejoras en el Gobierno Corporativo contribuyen al desarrollo del mercado de capitales

En esa línea es que en octubre de 2007, en la ciudad de Washington D.C., 32 IFDs a nivel mundial acordaron implementar la *“Declaración de Intención en Gobierno Corporativo”*¹, y el Grupo de Trabajo de IFDs², como órgano ejecutivo, recibió el mandato de contribuir en el proceso de mejora en la difusión e implementación de la Declaración. Además, se viene trabajando en una nueva versión de la Declaración, a fin de lograr involucrar a más instituciones en la implementación de prácticas de Gobierno Corporativo por parte de las IFDs, tanto con sus oficiales de inversión/crédito como en su relación crediticia con sus clientes.

1. La “Declaración de Intención en Gobierno Corporativo” puede ser consultada en http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/corporate+governance/cg+development+framework/a+corporate+governance+approach+statement+by+development+finance+institutions

2. A la fecha, esta compuesto por 10 instituciones: IFC-Corporación Financiera Internacional, ADB-Banco de Desarrollo Asiático, IsDB-Banco Islámico de Desarrollo, EBRD-Banco Europeo de Desarrollo y la Reconstrucción, BSTDB-Black Sea Trade & Development Bank, IIC-Corporación Interamericana de Inversiones, CDC Group Plc, DEG de Alemania, FMO de Holanda, y CAF- banco de desarrollo de América Latina.

A través de esta iniciativa, se logró que 29 instituciones financieras de desarrollo a nivel mundial, firmaran en septiembre de 2011, en Washington DC, el **"Marco de Gobierno Corporativo para el Desarrollo"** (*Corporate Governance Development Framework*)³, a través del cual se fijan una serie de directrices que buscan:

- Incorporar el Gobierno Corporativo en sus operaciones de inversión mediante la adopción de procedimientos y herramientas en línea con el Marco, realizar evaluaciones de Gobierno Corporativo de sus clientes y desarrollar planes de acción cuando sea apropiado.
- Identificar al personal responsable para la implementación y supervisión del Marco.
- Brindar o procurar capacitación para fortalecer conocimientos sobre Gobierno Corporativo.
- Colaborar con las demás firmantes, compartiendo experiencias y recursos en la capacitación e implementación.
- Reportar anualmente la implementación del Marco.

En este documento las instituciones firmantes muestran su interés por involucrarse en la promoción del Gobierno Corporativo, trabajando en los puntos enumerados anteriormente, de acuerdo a sus capacidades y necesidades, y sin que existan compromisos en términos de plazos o cambios en la estructura de las organizaciones.

Debemos señalar que desde la firma de esta iniciativa se han incorporado 4 nuevas organizaciones, con lo que en la actualidad hay un total de 33 instituciones firmantes. Desde el inicio de actividades, se han llevado a cabo reuniones periódicas de trabajo a fin de desarrollar herramientas prácticas que permitan la aplicación práctica de los compromisos, así como el reporte de los avances en la implementación de los mismos, tal y como se describirá más adelante. A nivel de las organizaciones que operan en la región, los firmantes del acuerdo dentro del grupo de las multilaterales esta CAF-banco de desarrollo de América Latina, IIC y BID, y como bancos de desarrollo locales, encontramos a BANCOLDEX (Colombia), BNDES (Brasil), BICE (Argentina) y NAFIN (México).

Por otra parte, organizaciones como la OCDE, IIC, IFC, CEPAL y CAF, a través de iniciativas individuales o coordinadas, vienen desarrollando diversas actividades y herramientas para fortalecer el Gobierno Corporativo en la región que a continuación detallaremos individualmente:

3. Este documento puede consultarse en http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/corporate+governance/cg+development+framework

2.1. Toolkit de IFDs

Teniendo como base los principios del **Marco de Gobierno Corporativo para el Desarrollo** descrito anteriormente, el Grupo de Trabajo de las IFDs desarrolló una caja de herramientas (*toolkit*) de Gobierno Corporativo para analizar el Gobierno Corporativo de las empresas en las que participan con inversiones patrimoniales o a través de operaciones de crédito.

El *toolkit* está compuesto de una *Matriz de Progresión de Gobierno Corporativo* y un *Cuestionario de Gobierno Corporativo*. La *Matriz de Progresión de Gobierno Corporativo* identifica 5 áreas de gobierno que deben ser analizadas: (i) Compromiso con el Gobierno Corporativo; (ii) Estructura y Funcionamiento del Directorio; (iii) Ambiente de Control y Procesos; (iv) Transparencia y Rendición de Cuentas; y (v) Trato al Accionista Minoritario.

Estas áreas deben ser evaluadas en 4 niveles de cumplimiento: (i) Prácticas básicas de Gobierno Corporativo; (ii) Mejoras hacia un buen Gobierno Corporativo; (iii) Prácticas avanzadas de Gobierno Corporativo; y (iv) Mejores prácticas de Gobierno Corporativo.

La aplicación de la matriz enfatiza la importancia de analizar el progreso y la evolución en la implementación de prácticas de Gobierno Corporativo por parte de las empresas, en lugar de buscar la aplicación de estándares rígidos.

En cuanto al *Cuestionario de Gobierno Corporativo*, se trata de una lista de preguntas básicas para analizar el Gobierno Corporativo de la empresa cliente. Las preguntas están organizadas bajo la estructura de las cinco áreas de la Matriz.

2.2. OCDE

Como ya se ha mencionado en capítulos anteriores de este Estudio, la OCDE es una organización en la que gobiernos de 34 países trabajan conjuntamente atendiendo diversos desafíos planteados por la globalización, siendo los centrales los relacionados a temas económicos, sociales y medioambientales. De igual manera la OCDE ha sido pionera en apoyar a los gobiernos en poner en agenda la importancia de nuevos elementos, como lo es el Gobierno Corporativo. Es así que ha trabajado en principios de Gobierno Corporativo que han sido la base para el desarrollo de otros documentos e iniciativas de difusión, como lo es la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo para Latinoamérica.

a) Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE

Los Principios de Gobierno Corporativo son un conjunto de normas y directrices en los que participaron gobiernos nacionales y organizaciones del sector privado. Desde su aprobación en 1999, los Principios de la OCDE se han constituido en la base de iniciativas prácticas llevadas a cabo tanto en países miembros como en países no-miembros de la OCDE y cubren las áreas siguientes:

I. Garantizar la Base de un Marco Eficaz para el Gobierno Corporativo

“El marco para el Gobierno Corporativo deberá promover la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras”.

II. Los Derechos de los Accionistas y Funciones Clave en el Ámbito de la Propiedad

“El marco para el Gobierno Corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas”.

III. Tratamiento Equitativo de los Accionistas

“El marco para el Gobierno Corporativo deberá garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de realizar un recurso efectivo en caso de violación de sus derechos”.

IV. El Papel de las Partes Interesadas en el Ámbito del Gobierno Corporativo

“El marco para el Gobierno Corporativo deberá reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, y fomentar la cooperación activa entre sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero”.

V. Divulgación de Datos y Transparencia

“El marco para el Gobierno Corporativo deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa”.

VI. Las Responsabilidades del Consejo

“El marco para el Gobierno Corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas”.

b) Mesa Redonda de Gobierno Corporativo para Latinoamérica

La Mesa Redonda de Gobierno Corporativo para Latinoamérica⁴ se inició en el año 2000 con el objetivo promover mejoras en el Gobierno Corporativo de la región al generar un espacio que permita el intercambio de experiencias a nivel público y privado, en el que participan representantes de los reguladores, bolsas de valores, inversionistas internacionales, institutos de Gobierno Corporativo, multilaterales y empresarios, entre otros. De igual manera, promover la aplicación de estos principios al nivel de las empresas, a través del Círculo de compañías, del que se tratará más adelante.

En el marco de las actividades de la Mesa Redonda Latinoamericana⁵ sobre Gobierno Corporativo, se han elaborado diversos documentos de trabajo, entre los cuales destacan los siguientes:

- Reporte sobre Transacciones entre Partes Relacionadas.
- Fortaleciendo el Gobierno Corporativo Latinoamericano: El Papel de los Inversionistas Institucionales.
- White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina.
- Encuesta Sobre el Uso Indevido de Información Privilegiada.
- Logrando Directorios Efectivos: Estudio Comparativo de Marcos de Gobierno Corporativo y Prácticas de Directorios en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá y Perú.
- Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo: Construyendo una Década de Progreso.
- Guía Práctica de Gobierno Corporativo: Experiencias del Círculo de Compañías de Latinoamérica.
- Estudio de Casos de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo.

2.3. Corporación Interamericana de Inversiones-CII

La CII, institución miembro del Grupo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), promueve el desarrollo del sector privado en América Latina y el Caribe, con especial atención a las pequeñas y medianas empresas (PYME). La CII está dedicada a mejorar el acceso de las PYME a recursos financieros y asistencia técnica para que amplíen y mejoren sus operaciones, creen empleos y promuevan la sostenibilidad ambiental y social.

4. Ver Capítulo 3 de este Estudio.

5. Información relativa a las reuniones periódicas que se realizan de la Mesa Redonda se puede encontrar en el siguiente link. <http://www.oecd.org/corporate/ca/latinamericanroundtableoncorporategovernance.htm>

El trabajo de la CII en Gobierno Corporativo se divide en dos campos principales:

- **Gobierno Corporativo**, basado principalmente en la metodología enmarcada en el Marco de Gobierno Corporativo para el Desarrollo. La CII forma parte del grupo de trabajo.
- **Gobernanza de empresas familiares**. Desde hace casi 10 años la CII empezó a trabajar de forma estructurada en apoyar a empresas familiares en la creación de estructuras y procesos para apoyar sus sostenibilidad. Es así que se creó el programa FINPYME Family Business, mediante el cual se han organizado más de 15 seminarios de capacitación sobre gobernanza familiar a PYME en más de 10 países latinoamericanos. Se han desarrollado también herramientas específicas para evaluar de manera independiente la propiedad, familia y empresa de las empresas familiares.

2.4. Corporación Financiera Internacional-IFC

IFC es miembro del Grupo Banco Mundial y a nivel de la región viene desarrollando un trabajo que abarca tres países (Colombia, Perú, República Dominicana), que está basado en 4 niveles:

- **Macro**: Desarrollo de eventos de difusión para la generación de conciencia sobre la importancia del Gobierno Corporativo. Esto en alianza con socios locales o regionales.
- **Regulatorio**: Este esfuerzo busca desarrollar o mejorar la regulación o códigos país (*soft law*) en Gobierno Corporativo, de la mano con los organismos reguladores locales, así como apoyar en el fortalecimiento de dichos organismos, a través de talleres de formación.
- **Mercado**: el foco de esta actividad está en establecer o apoyar a organizaciones ya existentes que estén relacionadas con el Gobierno Corporativo, como lo son institutos de directores, cámaras de comercio, centros de arbitraje, etc. El objetivo es apoyar a estas organizaciones a que sean sostenibles en la provisión de servicios relacionados al Gobierno Corporativo.
- **Compañías**: Consultorías directas a empresas, a través de diagnósticos e implementaciones, así como proveyendo de capacitación a los miembros del directorio.

De igual manera, lleva a cabo esfuerzos puntuales en atención a la demanda puntual del resto de países de la región, así como actividades que complementen a iniciativas ya en marcha apoyadas por el IFC: Círculo de Compañías, IGCLA y la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo.

2.5. CAF-banco de desarrollo de América Latina⁶

Teniendo como pilares de su misión el desarrollo sostenible y la integración regional, CAF es consciente que el Gobierno Corporativo es una condición necesaria para alcanzar un desarrollo alto, sostenible y de calidad. En esa línea, ha estructurado el Programa de Gobierno Corporativo, con el objetivo de apoyar la adopción de buenas prácticas en la región, mediante actividades que permitan difundir herramientas, casos de éxito, tanto para empresas del sector privado como público. El programa se implementa en alianza estratégica con diversas instituciones, agrupaciones empresariales, gubernamentales y otras organizaciones especializadas de la región.

A la fecha, CAF ha logrado acumular una importante experiencia, sostenida mediante:

- 1) **Generación de Conocimiento:** Aportes conceptuales y herramientas, como son la redacción y publicación de estándares y guías sobre Gobierno Corporativo para las empresas, algunos de los cuales fueron descritos con detalle en el capítulo 3 de este Estudio: <http://gc.caf.com/pubs.asp?idp=14>
 - Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo
 - Lineamientos para el Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Estado
 - Cartilla: Gobierno Corporativo: lo que todo empresario debe saber
 - Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado
 - Lineamientos de Gobierno Corporativo para las PyME y empresas familiares
 - Gobierno corporativo y desarrollo de mercados de capitales en América Latina
 - Gobierno corporativo y determinación de riesgos en instrumentos de deuda
 - La importancia del Gobierno Corporativo en empresas de propiedad del estado
 - Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América latina
 - Gobierno corporativo y determinación de riesgos en instrumentos de deuda
 - Plataforma E-Learning en Gobierno Corporativo para instituciones financieras
- 2) **Difusión de experiencias y conocimiento:** Realización de foros y eventos, diseño y publicación de material de sensibilización y apoyo a programas de capacitación.
- 3) **Implementaciones efectivas:** Puesta en práctica de casos piloto de implementación de buenas prácticas en diferentes tipos de empresas (de manera directa un total de 38 empresas públicas y privadas y de manera indirecta en más de un centenar de empresas).

6. Para más información acerca de la actividad de CAF, pueden consultar el Capítulo 3 de este trabajo.

Empresas Privadas	País
Tahuamanu	Bolivia
Bancosol	Bolivia
Banco Económico	Bolivia
MAC	Colombia
Coéxito	Colombia
Seguros Bolívar	Colombia
NIRSA	Ecuador
Banco Solidario	Ecuador
Ecoelectric	Ecuador
Graña y Montero	Perú
COPEINCA	Perú
El Comercio	Perú
Bolsa de Valores de Lima	Perú
Ajegroup – Grupo Embotellador ATIC	Perú
Electricidad de Caracas	Venezuela
Banco Caribe	Venezuela
Corporación KCP	Venezuela

Empresas Estatales	País
Fábrica Nacional de Cemento S.A.	Bolivia
EMAVERDE	Bolivia
Aguas del Cesar	Colombia
Aguas del Magdalena	Colombia
EMCALI	Colombia
Empresa Eléctrica de Quito	Ecuador
Empresa Metropolitana de Asea-EMASEO	Ecuador

Empresas Estatales	País
Empresa Metropolitana de Agua Potable-EMAAP	Ecuador
Empresa Metropolitana de Movilidad-EMMOP-Q	Ecuador
Empresa Pública Municipal de Desarrollo Económico-EDEC EP	Ecuador
Empresa Pública Municipal de Aseo de Cuenca-EMAC EP	Ecuador
Rocafuerte Seguros S.A.	Ecuador
Ferrocarriles del Ecuador Empresa Pública-FEEP	Ecuador
Petroperú	Perú
Sedapal	Perú
Banco de la Nación	Perú
Electroperú	Perú
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito-CMAC PIURA	Perú
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito- CMAC ICA	Perú
Fondo MIVIVIENDA S.A.	Perú
Agrobanco	Perú

Con respecto a las herramientas y materiales, para efectos de este documento, cabe hacer mención especial a dos de ellos: los Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo, y la Plataforma E-Learning en Gobierno Corporativo para instituciones financieras.

a) Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo

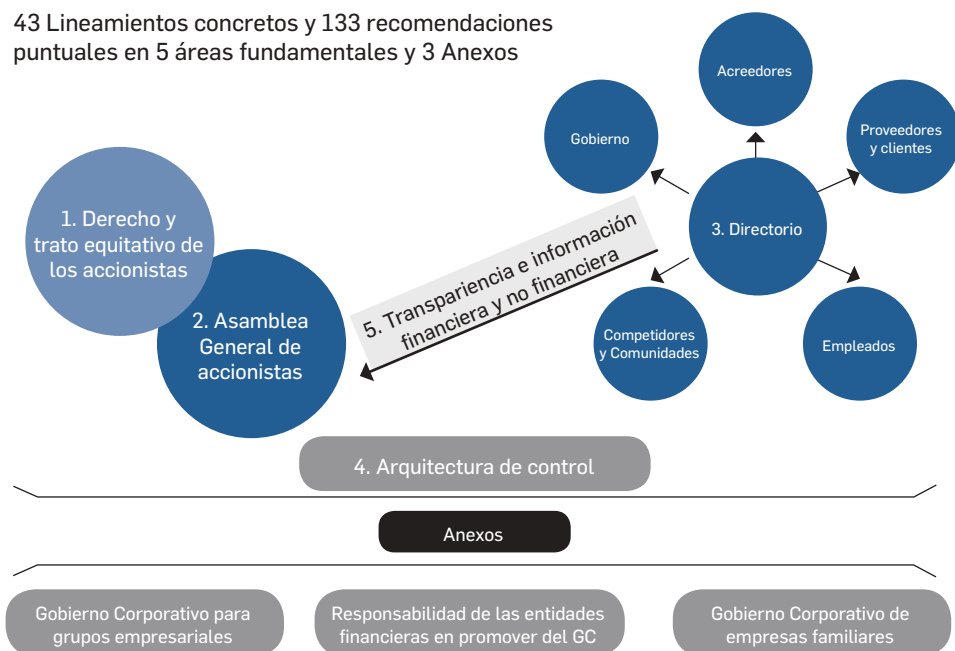
El objetivo de los Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (en adelante LCLGC) es poner a consideración de las empresas de la región, operadores de los mercados de capital, y responsables de políticas públicas, un conjunto de guías básicas que constituyen las bases para el buen Gobierno Corporativo de las empresas. Esta revisión profunda se lleva a cabo a casi 10 años de su primera edición, de lo que en su momento fueron los *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*.

Esta nueva edición tomó en cuenta varios factores entre los que destacan la crisis financiera global de 2008, un conflicto ético que ha antepuesto intereses personales en

oposición a los de la empresa y de sus accionistas en el mediano plazo, la experiencia práctica adquirida por CAF en este periodo, así como la necesidad de ampliar el alcance de los lineamientos, desde un ámbito andino a uno latinoamericano, como un reflejo del carácter regional que CAF tiene a la fecha, como banco de desarrollo de América Latina.

Los LCLGC promueven la implementación material y efectiva, vía normas internas (estatutos, reglamentos, códigos, acuerdo de accionistas, etc.), a través de un modelo de gobierno dinámico, mediante implementaciones graduales. Esto implica una adhesión por parte de todos los estamentos y miembros de la organización, desde los accionistas hasta los empleados, impulsando un cambio sustancial en la cultura de la institución. El documento cuenta con 43 lineamientos que representan grandes principios de Gobierno Corporativo y 133 recomendaciones concretas que permiten materializar el alcance de los Lineamientos de una manera práctica y eficaz para las empresas.

43 Lineamientos concretos y 133 recomendaciones puntuales en 5 áreas fundamentales y 3 Anexos



Los Lineamientos están distribuidos en 5 áreas clave y 3 anexos:

- I. **Derechos y Trato Equitativo de Accionistas:** el reconocimiento de los derechos de los accionistas y los mecanismos para su ejercicio es uno de los temas más relevantes desde la perspectiva de Gobierno Corporativo, en consecuencia, los

- accionistas deberían tener reconocidos unos derechos de propiedad y los mecanismos para su ejercicio
- II. **Asamblea General de Accionistas:** como órgano supremo y soberano de una sociedad debe tener competencias que le permitan un control efectivo de la marcha de la sociedad, y por consiguiente de la actuación del Directorio y la Alta Gerencia.
 - III. **El Directorio:** órgano clave para la definición de la orientación estratégica de la empresa, además de las funciones de supervisión y control.
 - IV. **Arquitectura de control:** concepto integral, que aglutina todo lo que tiene ver con la materia de ambiente de control, gestión de riesgos, sistemas de control interno, información y comunicación, y monitoreo.
 - V. **Transparencia e información financiera y no financiera:** principio fundamental que reclaman tanto los accionistas de una sociedad, como el conjunto del mercado, grupos de interés (*stakeholders*) y otros terceros interesados.

En cuanto a los anexos son los siguientes:

- a) **Grupos empresariales:** sección que se incluye en respuesta a la creciente y significativa influencia en el quehacer económico de los grupos económicos, así como su progresiva consolidación y participación en los mercados financieros de la región. Los grupos empresariales se enfrentan a desafíos propios en términos de Gobierno Corporativo, dado el aparente contraste entre su unidad económica, derivada de la búsqueda de un objetivo común como grupo y su pluralidad jurídica, al estar compuestos por distintas empresas independientes.
- b) **Responsabilidad de las entidades financieras en la promoción del Gobierno Corporativo:** aunque sea de forma heterogénea, los mercados de capitales, los organismos multilaterales, las agencias de calificación de riesgo, y los inversionistas institucionales consideran el Gobierno Corporativo en la determinación del nivel de riesgo de las empresas. Sin embargo, su ámbito de actuación queda limitado a empresas listadas o empresas de gran tamaño, y excluye al grueso de empresas de la región. Esto implica que las entidades financieras podrían —y tal vez deberían valorar el riesgo de gobierno de sus clientes de activo, dentro de sus metodologías de análisis de crédito. En esa línea, CAF ha sido pionera en la región en la elaboración de una *Guía Práctica para la Valoración del Riesgo de Gobierno de Empresas*. Esta guía constituye una herramienta que CAF pone a disposición de cualquier entidad bancaria interesada, de forma que comiencen a valorar el riesgo de gobierno de sus clientes del activo y, consecuentemente, se conviertan en actores para la promoción efectiva del Gobierno Corporativo en las empresas, a fin de contar con una mejor administración del riesgo de sus clientes y, por tanto, reducir su propio grado de exposición al riesgo de gobierno de los mismos.

- c) **Empresas familiares:** mediante el Gobierno Corporativo se persigue proteger a la empresa, a través de un conjunto de instrumentos concretos, de las turbulencias que pueden originarse a nivel familiar, derivadas tanto de la sucesión y transición generacional, como de otras situaciones vinculadas con la relación entre la familia y la empresa.

Con respecto a su aplicabilidad, y siempre bajo el esquema de la autorregulación, esta depende de la libre y autónoma decisión de las empresas, los LCLGC sí consideran la incorporación de otros agentes que promuevan su aplicación en las empresas: (i) entes financiadores; (ii) organismos reguladores; y (iii) supervisores.

Finalmente debe indicarse que los LCLGC han sido la base para la elaboración de códigos país en la región, como lo ha sido el caso de Colombia y la actualización del código en Perú.

b) E-Learning en Gobierno Corporativo para instituciones financieras

La plataforma de E-Learning es una herramienta de capacitación en Gobierno Corporativo desarrollada por CAF, bajo los lineamientos del Toolkit de Gobierno Corporativo de las IFDs anteriormente mencionado. A través de la misma los oficiales de crédito de las instituciones financieras pueden familiarizarse con los conceptos básicos de Gobierno Corporativo y las herramientas desarrolladas, y ser capacitados en aspectos claves relacionados al Gobierno Corporativo, y su relevancia en el proceso de evaluación crediticio.

2.6. CEPAL

La Comisión Económica para América Latina (CEPAL) es una de las cinco comisiones regionales de las Naciones Unidas, que se fundó para contribuir al desarrollo económico de América Latina, coordinar las acciones encaminadas a su promoción y reforzar las relaciones económicas de los países entre sí y con las demás naciones del mundo.

CEPAL, en alianza con CAF, desde el 2008 ha trabajado con el objetivo de profundizar en el tema del Gobierno Corporativo en América Latina y sus efectos en el desarrollo y crecimiento de los mercados de capital. De esta manera, ambos organismos trabajaron de manera conjunta en el estudio "*Gobernanza corporativa y desarrollo de los mercados de capitales en América Latina*", cuyo objetivo fue analizar el marco regulatorio relacionado con los principios de Gobierno Corporativo en la región.

Posteriormente se editó un segundo documento, en el que se incorporó el BID, "*Gobierno corporativo en el Brasil, Colombia y México: La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*", que busca analizar de manera puntual el

papel del Gobierno Corporativo en la emisión de títulos de deuda en América Latina. Esto, teniendo en cuenta que el crecimiento sostenido de la emisión de títulos de deuda corporativa de los últimos años abre una gran oportunidad de financiamiento para la expansión empresarial en los países de la región, incluyendo tanto a las grandes como a las medianas empresas. La aplicación de esos estándares tiene como objetivo elaborar un diagnóstico, con fines preventivos, sobre lineamientos relevantes en la emisión de títulos de deuda que deberían cumplir los órganos de Gobierno Corporativo de una empresa emisora, mediana o grande, a fin de transparentar efectivamente los riesgos inherentes a dichas emisiones y lograr disminuirlos.

El marco metodológico propuesto en el documento se centra en la determinación de la factibilidad de aplicar los estándares de Gobierno Corporativo definidos en la matriz a las trece empresas seleccionadas de los tres países que cubre el estudio (Brasil, Colombia y México). Este ejercicio permite evaluar los procesos y mecanismos de generación y transmisión de información interna, identificar una estructura que evite el conflicto de intereses entre los ejecutivos y los comités corporativos y, por último, mejorar los mecanismos de cumplimiento internos y las operaciones externas de las empresas para acotar los riesgos de emisión. Los treinta y nueve estándares se encuentran agrupados en las siguientes categorías:

- Papel del Directorio
- Estructura del Directorio
- El presidente del Directorio
- Selección de directores
- Los directores externos
- Los directores internos
- Los comités corporativos:
 - comité de auditoría
 - comité de inversiones en activos financieros
 - comité de financiamiento corporativo
 - comité de riesgos

Como complemento a este documento, en 2014 se trabajó en la elaboración del tercer documento de la serie "*Gobernanza Corporativa en Chile y Perú: la Determinación del Riesgo en la Emisión de Instrumentos de Deuda Corporativa*" en el que además de CEPAL, CAF y BID, se contó con el apoyo de la OCDE. En este documento, además de continuar midiendo la calidad del Gobierno Corporativo en relación a la emisión de deuda en compañías de dos nuevos países (Chile y Perú), se pasó a analizar la importancia de nuevos agentes relevantes: inversionistas institucionales, bancos de inversión (como *underwriters*), y agencias de calificación. Con eso, se espera alcanzar un análisis más completo del papel del Gobierno Corporativo en el desarrollo del mercado de emisión de deuda.

3. EL ROL DE LAS ORGANIZACIONES PRIVADAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO EN AMÉRICA LATINA

El libro blanco sobre Gobierno Corporativo en América Latina elaborado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2004) específicamente recomienda:

"Mejoramiento de Capacidades; Educación de los Directores:

129. Los directores deberán ser incentivados a obligarse a un entrenamiento inicial y continuo, que les permita mejorar sus capacidades para desempeñarse de una manera profesional en sus funciones en el directorio.

130. Los representantes del sector corporativo, en asociación con otras partes interesadas, tales como bolsas de comercio, grupos de inversión, etc., deberían incentivar y participar en el diseño y difusión de programas de entrenamiento, para promover el profesionalismo y la capacidad de los directores. Dichos programas proporcionados por institutos de directores, asociaciones de comercio, instituciones académicas y otras, pueden contribuir al desarrollo de una cultura de profesionalismo para los directores.

131. Los programas de calidad para educación de directores, ya sean impartidos por institutos de directores, asociaciones de comercio, escuelas de negocios u otros educadores profesionales, juegan un rol clave en la creación de capacidades, incrementando el pool de directores calificados e independientes, para servir en los directorios de las compañías latinoamericanas. América Latina está en una etapa de reconsideración y de cambio en la concepción del rol de los directorios. Una participación más activa en la capacitación de directores por parte de directores de compañías experimentados y ejecutivos principales, puede ser de gran ayuda para dirigir la discusión hacia objetivos prácticos y más elaborados y para acelerar la adopción de las mejores prácticas por parte de las compañías."⁷

La evolución del Gobierno Corporativo en América Latina se ha visto positivamente influenciada por las iniciativas y esfuerzos de organismos privados que han surgido en la última década.

Especial mención merecen los llamados institutos de Gobierno Corporativo, conocidos también en algunas jurisdicciones como institutos de directores. Estas organizaciones privadas han sido descritas como "*actores bastante recientes en el panorama de Gobierno Corporativo en América Latina*"⁸ los cuales han tomado importantes iniciativas de promoción de buen Gobierno Corporativo, incluyendo creación de conciencia, fijación de estándares, entrenamiento de directores y desarrollo de mecanismos para

7. Disponible en <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/22368983.pdf>

8. *The Latin American Corporate Governance Roundtable. Building on a Decade of Progress*. 2010. Página 10

ayudar a los mercados a evaluar la calidad del Gobierno Corporativo de los emisores de valores de una manera más efectiva.

3.1. ¿Quiénes son y qué hacen?

En el capítulo tercero de esta obra colectiva se hace una detallada descripción de organismos privados que hacen una labor importante en materia de Gobierno Corporativo en Iberoamérica⁹. Es por ello que en esta sección se complementa la información con un análisis del rol de estos organismos privados basado en experiencias y participación en sus actividades.

En la región Latinoamericana existen formalmente los siguientes institutos:

- Instituto Argentino para el Gobierno Corporativo (IAGO)
- Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa (IBGC)
- Instituto de Gobierno corporativo de Costa Rica (IGC-CR)
- Centro de Gobierno Corporativo y Desarrollo de Mercados de Chile (CGC&DM)
- Bolsa de Valores de Quito de Ecuador (BGC)
- Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo de México (CEGC)
- Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá (IGC-P)
- Asociación de Empresas Promotora del Mercado de Capitales de Perú (Procapitales)

Han surgido por diferentes motivos los cuales se pueden agrupar, con fines de estudio, en dos grupos:

- 1) Los que han surgido como respuesta del sector privado a iniciativas en materia de Gobierno Corporativo generadas desde el sector público¹⁰.
- 2) Los que han surgido como positiva imitación e inspiración en institutos de la región, fenómeno que se ha extendido gracias a la vital coordinación y colaboración de organismos internacionales, tales como la Corporación Financiera Internacional, Banco Mundial y Foro Global de Gobierno Corporativo. Se produce el llamado efecto manada: grupos privados ven positiva la labor efectuada en otros mercados y buscan replicar en su jurisdicción.

9. En el Capítulo 3 “15 años de Gobierno Corporativo en Iberoamérica. Líneas Generales de su nacimiento y evolución” se presenta una lista descriptiva de los Institutos de Gobierno Corporativo de Iberoamérica, mientras que en este epígrafe se realiza un análisis basado en la experiencia y participación en las actividades propias de los Institutos de Gobierno Corporativo.

10. Es la práctica privada conocida de responder con el llamado “*soft law*” que busca en ocasiones evitar que se produzcan imposiciones vía normas legales o reglamentarias de carácter obligatorio.

No siempre es fácil, y prueba de ello es que en la última década no ha sido posible la creación de institutos de Gobierno Corporativo en todos los países de Iberoamérica, por más que se ha intentado. No obstante el esfuerzo realizado ha sido ampliamente exitoso, como lo demuestra la cantidad de institutos existentes.

Además de las recomendaciones del libro blanco sobre Gobierno Corporativo de la OCDE, cuando se han efectuado evaluaciones a la situación concreta del cumplimiento de Gobierno Corporativo en países de la región que se han sometido voluntariamente a estas evaluaciones, se ha considerado y recomendado, con acierto, que las empresas en América Latina necesitan directorios cada vez más profesionales, formados por directores que tengan un conocimiento más que suficiente de sus deberes fiduciarios como directores, como lo son el deber de cuidado y el deber de lealtad.

Obtener este conocimiento de forma regular y estructurada, no es ni fácil, ni evidente. Por ello se ha sugerido que los directores bien pueden beneficiarse de la participación activa en institutos de directores o institutos de Gobierno Corporativo en los cuales puedan, entre otras cosas, compartir experiencias con colegas directores, al mismo tiempo que se forman y capacitan sobre sus importantes deberes fiduciarios.

A esta conclusión se ha llegado en varios de los Reportes de Observancia de Estándares y Códigos (ROSC, por sus siglas en inglés) que lleva acabo el Banco Mundial sobre el cumplimiento de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE que se han efectuado en América Latina, a solicitud de los propios países evaluados.

Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá, Perú y Uruguay se han sometidos a evaluaciones ROSC sobre Gobierno Corporativo. En el caso de Panamá, se efectuó en el año 2004 y una de las siete recomendaciones que contiene la evaluación fue precisamente: *"la creación de una organización para entrenamiento de directores ayudaría a aumentar el profesionalismo del director¹¹, con entrenamiento proporcionado (en base a unos honorarios) y en adición representa una fuerza motivadora para el Gobierno Corporativo, proporcionando datos para futuras reformas."*¹²

Así se da en el caso de Panamá, con el impulso del regulador del mercado de valores y la colaboración del sector privado a la creación del Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá¹³.

11. Panamá presenta el caso general de que la legislación societaria general permite que un director sea una persona jurídica.

12. Report on the observance of standards and codes (ROSC). Corporate Governance Country Assessment. Panama. Junio 2004. Página 15. Disponible en http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_pan.pdf

13. Barsallo, Carlos. Un instituto de Directores para Panamá. La Prensa, Panamá, 10 noviembre de 2006 Disponible en <http://mensual.prensa.com/mensual/contenido/2006/11/10/hoy/opinion/791357.html>

3.2. Un esfuerzo colaborativo

La creación de estos institutos privados es el mejor ejemplo de un círculo virtuoso en cual se puede observar la participación de numerosos actores y organismos que, progresivamente, han generado las condiciones para el establecimiento de espacios y organizaciones del sector privado que puedan contribuir, ya sea con la creación de conciencia sobre la importancia y ventajas del Gobierno Corporativo, en aquellas jurisdicciones donde el tema es aún incipiente¹⁴, hasta la formación y capacitación profesional de directores para suplir la cada vez mayor demanda del mercado, en particular, pero no de forma exclusiva, por los denominados directores independientes.

Despertado el interés, en la mayoría de los casos por situaciones acaecidas en el ámbito empresarial, y que acaparan la atención de la comunidad de negocios (por ejemplo, fraudes y escándalos financieros), gremios tales como cámaras de comercio, asociaciones de ejecutivos de empresas, asociaciones de bancos, grupos de profesionales de servicios, tales como contadores, auditores y consultores y líderes empresariales con visión, entre otros, se han organizado y han establecido institutos de Gobierno Corporativo en la mayoría de los países de América Latina.

Con la creación de estos institutos las motivaciones han sido diversas, así como los objetivos y fines a alcanzar. Se va desde poder lograr tener cierto grado de control en la agenda del tema, en caso de que el mismo presente una influencia marcadamente regulatoria, hasta la promoción publicitaria, por medio de un sello de calidad que pueda dar la pertenencia a estos institutos, pasando por el ofrecimiento directo de bienes (software, por ejemplo) y servicios, de consultoría sobre Gobierno Corporativo para las empresas.

En menor grado —aun cuando es altamente necesaria en la región— se observa una agenda puramente investigativa, de estudio del tema/problema, análisis, planteamiento de planes de acciones y soluciones¹⁵. Esta tarea se encuentra mayormente pendiente, pero en evolución, para poder estudiar con mayor profundidad el tema del Gobierno Corporativo desde aspectos locales y propios de la región y de cada país en particular, y no estar sometidos a los estudios, análisis y soluciones de problemas y realidades ajenas a la idiosincrasia y necesidades autóctonas. En aquellas jurisdicciones en las cuales se ha alcanzado un mayor desarrollo, es producto de alianzas estratégicas con universidades privadas y/o centros de investigación.

14. Por ejemplo, El Salvador y Bolivia no cuenta formalmente con Institutos de Gobierno Corporativo, no obstante han participado en la red de institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica en calidad de invitados.

15. En esta área destacan particularmente los institutos de Chile, México y Brasil.

Lo anterior no es de extrañar dado que, como hemos señalado, el tema del Gobierno Corporativo en general surge como una reacción a escándalos financieros de los cuales Latinoamérica no ha escapado. Igual, y es lógico esperarlo, es de forma reactiva y no proactiva que se da el surgimiento de mucho de los institutos de Gobierno Corporativo de la región.

Como elemento catalizador en este círculo virtuoso se observa que los países han optado por el trabajo coordinado en materia de institutos de Gobierno Corporativo, y para ello ha servido enormemente la labor del Foro Global de Gobierno Corporativo del Banco Mundial.

Con el aporte de consultores internacionales especialistas se ha logrado encarrilar las entusiastas iniciativas de personas u organizaciones en cada país de la región para formar así una Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina (IGCLA)¹⁶. El IGCLA *"es un organismo que reúne a once Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica con el objetivo de promover la implementación de buenas prácticas corporativas en general y mejorar las prácticas propias de cada instituto en particular. Esta red busca estandarizar determinados conocimientos comunes sobre Gobierno Corporativo de la región. Además, provee un espacio en el cual se comparten experiencias y desafíos por parte de todos los miembros para así enriquecer el debate. Mediante la investigación, la recopilación de información y su posterior difusión, IGCLA procura velar para que las prácticas corporativas estén atravesadas por sólidos ejes de transparencia, ética, sustentabilidad y responsabilidad corporativa.*

*Por último, IGCLA se propone concientizar y educar a la comunidad empresarial, abrir el diálogo y el intercambio de experiencias y conocimientos útiles que engloben a toda la región para construir lazos entre los distintos países"*¹⁷.

3.3. Historia y evolución del IGCLA¹⁸

En el año 2009, el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) solicitó la reunión de varios institutos de Latinoamérica en Santiago de Chile durante la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo. Es así como, junto con el apoyo del Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF por sus siglas en inglés) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), se realizó una presentación de cada uno de los institutos y se intercambiaron ideas, conocimientos y experiencias sobre el manejo y la coordinación de los institutos de Gobierno Corporativo. En

16. <http://www.igcla.net/>

17. Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina. Newsletter No. 1- Mayo 2011.

18. En este Capítulo se efectúa un análisis de la razón de ser del IGCLA y explicación del efecto de sus principales actividades.

mayo de 2010, el Foro Global de Gobierno Corporativo invitó a 11 instituciones de Latinoamérica a participar de la II Reunión de Institutos en la ciudad de Panamá, donde el Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá actuó como anfitrión, y el Foro y la OCDE como moderadores. En este encuentro se dialogó sobre las características de cada uno de los institutos, sus innovaciones, sus éxitos y el futuro del Gobierno Corporativo en la región. Por otra parte, en esa oportunidad los institutos participantes solicitaron al Foro que les brindara su apoyo en la constitución de una Secretaría Ejecutiva para una Red Latinoamericana de Institutos con el objetivo de intercambiar experiencias y promover buenas prácticas de Gobierno Corporativo para alcanzar la sustentabilidad de cada institución.

En octubre de 2010, se celebró la III Reunión de Institutos durante la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo coordinada por el Foro, la OCDE y la Corporación Financiera Internacional (IFC) en Río de Janeiro, Brasil. En la misma se acordó constituir tres grupos de trabajo: desarrollo de la página web; elaboración de un reglamento de la red; y confección de una encuesta estandarizada de Gobierno Corporativo.

El apoyo de organismos internacionales y consultores con experiencia ha sido fundamental. El mismo se ha dado desde el aspecto económico, el establecimiento de los llamados planes de negocio de los institutos, hasta la coordinación operativa de sus reuniones de trabajo periódicas.

El influjo de las mesas redondas latinoamericanas de Gobierno Corporativo organizadas por la OCDE ha permitido aprovechar sinergias y mantener en cierta forma unida y cohesionada la red del IGCLA.

Estas mesas redondas han jugado un papel clave en el apoyo a países de América Latina para avanzar prioridades tales como:

- Mejorar el impacto del inversionista institucional en materia de Gobierno Corporativo.
- Mejorar la efectividad de las juntas directivas;
- Mejorar el cumplimiento;
- Desarrollar códigos de Gobierno Corporativo y
- Promover la implementación de una variedad de buenas prácticas por medio del apoyo a institutos de Gobierno Corporativo locales.

Los institutos de Gobierno Corporativo han jugado a su vez un papel importante en las mesas redondas, ya que han sido copromotores de las mismas y además proporcionan información de alta calidad para las discusiones que se dan en estas reuniones.

El beneficio obtenido por los institutos ha sido también evidente, ya que les ha permitido entrar directamente en contacto en discusiones más amplias a nivel regional en materia del marco de políticas de Gobierno Corporativo, así como con prácticas propuestas para consideración por reguladores y otros que establecen políticas y que participan en las reuniones cada año.

3.4. Algunos logros concretos

Se han logrado resultados tangibles y de beneficio colectivo. Por ejemplo, existen publicaciones periódicas y especiales. A destacar la obra colectiva: **Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011** publicación del IGCLA¹⁹ y del Foro Global de Gobierno Corporativo, valiosa obra que incluye un estudio del estado del Gobierno Corporativo en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, México, Panamá y Perú.

Otra obra de gran valía es la **Guía de recursos de Gobierno Corporativo Latinoamericana 2012**. La misma documenta los recursos pertinentes a América Latina en general, así como a los países específicos que pertenecen a la red de IGCLA²⁰.

En cuanto a actividades, cada instituto ha venido desarrollando eventos sobre Gobierno Corporativo en sus respectivos países, logrando su mejor entendimiento y promoción. Pueden destacarse los primeros congresos nacionales e internacionales sobre Gobierno Corporativo en cada uno de los países miembros del IGCLA²¹.

Aun cuando son muy valiosas las contribuciones anteriores, el aporte más significativo de ciertos institutos ha consistido en la capacitación y educación de directores, destacándose particularmente el Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa (IBGC). En efecto, el IBGC ha mostrado los resultados más relevantes de la región en materia de educación a directores. En el año 2012 su oferta de cursos incluyó:

- 49 cursos abiertos al público para 1.211 estudiantes, con 966 horas de clases.
- 26 cursos a empresas para 869 estudiantes, con 381 horas de clase.
- 64 horas de cursos de director de junta directiva.
- 16-24 horas cursos para empresas familiares.
- Programas de concienciación para cooperativas financieras y médicas.

19. Disponible en http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno_Corporativo_en_Latinoamerica_2010-11.pdf?MOD=AJPERES

20. Disponible en http://www.gcgf.org/wps/wcm/connect/b9f17e804f76c064ab0aef0098cb14b9/ICGLA_Guide_2012.pdf?MOD=AJPERES

21. En este sentido Colombia, Panamá y Costa Rica han venido desarrollando mayor actividad en materia de congresos y ciclos de conferencias sobre Gobierno Corporativo. El Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa es sin duda el referente en este y otros aspectos.

- Programas de un día de educación continua en temas como compensación ejecutiva, administración de riesgo, reuniones de directorios, secretario de la junta directiva, etc.
- Programa de Curso basado en web.
- Webinar de una hora con instructores en temas seleccionados²².

Recientemente varios miembros de institutos de Gobierno Corporativo de la región, tomaron el primer curso en español de entrenando a los entrenadores para la formación de capacitadores en temas de Gobierno Corporativo, específicamente, en materia del juntas directivas. El curso tuvo lugar en Ciudad de Panamá el 12 y 13 de junio de 2014 y participaron personas provenientes de Ecuador, Colombia, Venezuela, República Dominicana, Chile y Panamá. Se ha procedido con el cuidado necesario de primero formar a los capacitadores, lo cual ha permitido crear una primera generación o grupo de facilitadores/capacitadores en materia de Gobierno Corporativo. Luego se espera que estas personas, a su vez, capaciten a un importante número de personas sobre el rol y deberes de un director. Con ello se ayuda a suplir la creciente demanda por directores cada vez más profesionales que se observa en América Latina²³.

Los institutos juegan también un papel, cuyo grado difiere de acuerdo a su grado de influencia en cada país, en el establecimiento de la regulación y las políticas públicas en materia de Gobierno Corporativo. Algunos han optado por favorecer y promover el Gobierno Corporativo por medio de autorregulación, promoviendo guías de prácticas de buen Gobierno Corporativo, de adopción voluntaria. Otros, los menos, participan en iniciativas de carácter normativo, y por tanto obligatorias y reformadoras del derecho corporativo base.

3.5. Otras iniciativas privadas

Los institutos de Gobierno Corporativo no son las únicas iniciativas privadas que se han generado en América Latina. Otra importante iniciativa la encontramos en el Círculo de compañías de la mesa redonda latinoamericana de Gobierno Corporativo, surgida con motivo de las mesas redondas que viene celebrando la OCDE en América Latina desde el año 2000.

Con un denominador común de promover el Gobierno Corporativo en la región, el Círculo de compañías se diferencia en numerosos aspectos de los institutos de Gobierno Corporativo. Entre algunos podemos destacar: su conformación y membresía. El Círculo de compañías tiene una membresía marcadamente distinta, al estar compuesto

22. Viegas, Leonardo, Director, IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, How to improve director education: The Brazilian experience. Ciudad de Panamá 23 de enero de 2014

23. Ver <http://barsallocarlos.blogspot.com/2014/06/la-prensa-valor-razonable-capacitacion.html#!/2014/06/la-prensa-valor-razonable-capacitacion.html>

por empresas comerciales cuyos valores accionarios cotizan en bolsa, y que son fieles creyentes y estandartes que tener buen Gobierno Corporativo agrega valor a las empresas y a sus accionistas. Los institutos de Gobierno Corporativo, son en su gran mayoría asociaciones sin fines de lucro, con personería jurídica concedida por las autoridades gubernamentales del respectivo país.

El Círculo de compañías fue establecido en 2005 por la Corporación Financiera Internacional y la OCDE ha pedido de la mesa redonda, y ha contado desde entonces con fondos y apoyo del Foro Global de Gobierno Corporativo. El Círculo de Empresas fue fundado por compañías cuyos títulos se cotizan en bolsas locales e internacionales, con una sólida presencia y una impecable reputación en sus mercados de capitales. En el 2010, el Círculo se amplió abarcando un grupo más diverso de compañías que incluye algunas empresas cerradas. En la actualidad, está formado por 19 empresas de América Latina que han demostrado liderazgo en promover y poner en práctica mejoras en el Gobierno Corporativo en la región. Son empresas que tienen presencia significativa y alta reputación en sus mercados de capitales.

Se inició con 8 empresas (Buenaventura, Argos, CCR, CPFL, Natura, NET, Suzano y Ultrapar) y, en la actualidad, lo componen: Los Grobo (Argentina); Algar, Bematech, Brazil Foods, CCR, CPFL, Embraer, Marcopolo, Natura y Ultrapar (Brasil); Argos, Carvajal e ISA (Colombia); Florida Ice & Farm Co. (Costa Rica); Banco Compartamos y Homex (México); Buenaventura, Ferreyros, Graña y Montero (Perú).

Los objetivos del Círculo de compañías son:

- Ser la voz del mundo corporativo en las mesas redondas de Gobierno Corporativo en Latinoamérica.
- Discutir dentro del círculo, e una manera franca y abierta, mejores prácticas, retos y motivaciones y
- Intercambiar experiencias y divulgar las ventajas de adoptar mejores prácticas de Gobierno Corporativo entre al mayor número de empresas de América Latina.

Hoy día el círculo de compañías hace más que intercambiar experiencias, su trabajo es reconocido como el de un *think-tank* conocedor, con experiencia y activo en prácticas de Gobierno Corporativo en América Latina.

En el año 2009 el Círculo de compañías lanzó una **Guía práctica de Gobierno Corporativo**²⁴. Es una guía que proporciona acceso, paso a paso, a las experiencias y

24. Disponible en http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/665e3a004858342b8e49effc046daa89/Spanish_Practical_Guide_Full.pdf?MOD=AJPERES

conocimiento de actores claves en la implementación de reformas en Gobierno Corporativo en América Latina. Se destaca por contener un capítulo que muestra el *bottom line* del Gobierno Corporativo, proporcionado una serie de resultados cuantitativos muy útiles para evaluar los beneficios del Gobierno Corporativo. Los resultados cuantitativos y cualitativos contenidos en la publicación han sido considerados particularmente oportunos ya que se presentaron en un periodo en el cual muchas empresas estaban enfrentando serias dificultades con la aguda crisis económica acaecida entre 2008 y 2009.

Otra iniciativa privada a destacar es la llevada a cabo por *Latin American Venture Capital Association* la cual en el marco de las 8ª y 9ª mesas redondas celebradas en México y Chile, respectivamente, han lanzado el **Corporate Governance Toolkit** dirigido a empresas privadas.

El propósito de esta herramienta interactiva, basada en la web es la de apoyar a los dueños de negocios y administradores de fondos a evaluar debilidades y crear un mapa para mejoras.

3.6. Alianzas estratégicas con organizaciones privadas claves: los medios de comunicación

El Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá (IGCP), en alianza con la Corporación Financiera Internacional y Agence France Presse, AFP Foundation y con la colaboración del Consejo Nacional de Periodismo y el Colegio Nacional de Periodistas de Panamá, organizó un taller interactivo para periodistas sobre cómo reportar temas de Gobierno Corporativo. El taller fue dirigido a 16 periodistas panameños. Se celebró el 26 de marzo en la sede del Consejo Nacional de Periodismo. Fue conducido por Aldo Gamboa, periodista argentino quien trabaja para la Agence France Presse y cuenta con amplia experiencia en materia de periodismo y Gobierno Corporativo. Participaron como expositores, Carlos Barsallo, Director y miembro fundador del IGCP y Edwin Ríos, miembro del IGCP.

El taller desarrolla el trabajo y la metodología producida por el IFC, en conjunto con el Global Corporate Governance Forum (GCGF) y el International Center for Journalists (ICFJ), y contenida en la obra: *Who's running the company? A guide for journalists on how to report on corporate governance*. La novedad del taller es que fue la primera vez que se dictaba en idioma español y con el uso de la guía para periodistas traducida al idioma español. El IGCP consideró estratégico, dentro del plan de crear conciencia y promocionar Gobierno Corporativo, brindar, por primera vez en Panamá y de forma gratuita, este taller especializado a periodistas panameños quienes son personas claves en la divulgación de noticias y actividades de las empresas.

El taller abarcó importantes e interesantes temas. Entre ellos podemos mencionar: el Gobierno Corporativo, su importancia y el rol de los medios. Se brindó una introducción de conceptos claves en Gobierno Corporativo. Se explicó el rol de la junta directiva y cómo las juntas directivas hacen la diferencia en la forma en que una empresa opera. Se cubrió el tema, relevante para Panamá, de Gobierno Corporativo en las empresas familiares, y sobre cuáles son los retos que enfrenta el Gobierno Corporativo en el actual clima de negocios y están siendo atendidos.

Se dio una interesante sesión interactiva de periodismo investigativo de negocios, en la cual se discutieron los objetivos del periodismo investigativo y el rol del periodista en casos de fraude corporativo. Se explicó el uso de la guía de Gobierno Corporativo y se dieron consejos para periodistas que cubren el tema, como, por ejemplo, ¿qué pueden hacer los periodistas para aumentar y mejorar la cobertura de temas de Gobierno Corporativo? y ¿cuáles son las señales de alerta y ángulos interesantes que deben considerarse? Se debatió el tema de ¿cómo vender historias de Gobierno Corporativo a los editores? y las disyuntivas entre ingresos y ética e historias críticas vs ingreso por publicidad. Se dieron recomendaciones sobre el uso de las redes sociales como una herramienta poderosa para conectar con las partes interesadas.

Se completó el tema periodístico con una sesión denominada: "La historia detrás de los números", en la cual se dio una introducción a los principios básicos de contabilidad y reporte en el contexto de un adecuado Gobierno Corporativo. Se brindaron recomendaciones sobre ¿cómo leer y entender la opinión del auditor?, ¿cómo leer y entender unos estados financieros? Se aplicaron estos principios y habilidades para examinar los reportes anuales de empresas y ligarlos a los temas de Gobierno Corporativo.

El taller culminó con los planes de acción de cada periodista participante y una discusión sobre que tan bien los medios nacionales reportan en temas de Gobierno Corporativo y qué piensa hacer cada participante en el futuro en esta área. Es un modelo de alianza a seguir para la región Latino América²⁵.

■ 4. CONCLUSIÓN

Por lo visto a lo largo del documento queda claro que los organismos internacionales y multilaterales que operan en la región, han identificado al Gobierno Corporativo como una herramienta clave para el cumplimiento de su misión, que no es otra que la de contribuir al desarrollo económico, el crecimiento sostenible de América Latina,

25. Disponible en <https://www.youtube.com/watch?v=04d55Ls0Ggk>

así como reforzar las relaciones económicas de los países, tanto a nivel regional como a escala mundial.

De igual manera, las herramientas detalladas en este Capítulo pueden servir como marco de referencia para que empresas privadas o públicas, listadas o no, empresa individual o grupo económico, familiar o abierta, entidad financiera o de la economía real, evalúen su modelo de gobierno y pasen a una implementación efectiva. Asimismo, pueden apoyar a los reguladores en la elaboración de sus normas y en la búsqueda del necesario equilibrio entre la autorregulación y la regulación.

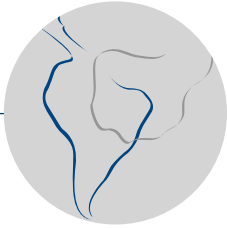
La iniciativa privada ha generado unos importantes actores como lo son los institutos de Gobierno Corporativo en América Latina. Su surgimiento es un buen ejemplo de una labor coordinada de organismos internacionales y el sector privado.

Los resultados tangibles abarcan desde creación de conciencia sobre la importancia del tema, capacitación especial a directores y a otras personas interesadas, capacitación a medios de comunicación, pasando por estudios y diagnósticos, particulares y regionales que permitan conocer mejor el estado del Gobierno Corporativo en Latinoamérica.

Bibliografía

- OCDE (2004): "Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE".
- OCDE (2004): Libro blanco sobre Gobierno Corporativo en América Latina <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/22368983.pdf>
- OCDE (2010) The Latin American Corporate Governance Roundtable. Building on a Decade of Progress.
- Report on the observance of standards and codes (ROSC). Corporate Governance Country Assessment. Panama. Junio 2004. Disponible en http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_pan.pdf
- Barsallo, Carlos. Un instituto de Directores para Panamá. La Prensa, Panamá, 10 noviembre de 2006 Disponible en <http://mensual.prensa.com/mensual/contenido/2006/11/10/hoy/opinion/791357.html>
- Núñez, Georgina; Oneto, Andrés y Mendes De Paula Germano (coordinadores) (2009), Gobernanza corporativa y desarrollo de los mercados de capitales en América Latina, CEPAL-CAF.
- Núñez, Georgina y Oneto, Andrés (coordinadores) (2012), Gobierno corporativo en el Brasil, Colombia y México, CEPAL-CAF-BID
- CAF (2012): "Gobierno Corporativo en América Latina: Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal", Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva. N° 6.

- CAF (2013): "Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo"
- Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina. Newsletter No. 1- Mayo 2011.
- Guía de recursos de Gobierno Corporativo Latinoamérica 2012. http://www.gcgf.org/wps/wcm/connect/b9f17e804f76c064ab0aef0098cb14b9/ICGLA_Guide_2012.pdf?MOD=AJPERES
- Viegas, Leonardo, Director, IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, How to improve director education: The Brazilian experience. Ciudad de Panamá 23 de enero de 2014.
- Guía práctica de Gobierno Corporativo http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/665e3a004858342b8e49effc046daa89/Spanish_Practical_Guide_Full.pdf?MOD=AJPERES



II. ANÁLISIS ESPECÍFICO DE DETERMINADOS ASPECTOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO

CAPÍTULO 6
RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO VERSUS REGULACIÓN
EN IBEROAMÉRICA

CAPÍTULO 7
INFORMACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

CAPÍTULO 8
LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN IBEROAMÉRICA

CAPÍTULO 9
LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS. SU FUNCIONAMIENTO
Y COMPETENCIAS

CAPÍTULO 10
LA ESTRUCTURA DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN Y EL ESTATUTO
DEL ADMINISTRADOR EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS
IBEROAMERICANAS

CAPÍTULO 11
EL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO EN IBEROAMÉRICA

CAPÍTULO 12
LOS GATEKEEPERS Y SU PAPEL EN EL GOBIERNO CORPORATIVO
IBEROAMERICANO. AUDITORES, PROXY ADVISORS, BANCOS
DE INVERSIÓN, AGENCIAS DE RATING

CAPÍTULO 6

Recomendaciones de Buen Gobierno versus Regulación en Iberoamérica

Ángel Pedro Domínguez

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

Sergio Rodríguez

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

Fernando Vives

Abogado. Garrigues

Arnau Tapias

Abogado. Garrigues

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

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

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Recomendaciones de buen gobierno y regulación

El propósito de este trabajo es analizar el uso en las distintas jurisdicciones iberoamericanas de la regulación y de las recomendaciones de buen gobierno como instrumentos para configurar el marco normativo que regula la vida corporativa de las sociedades mercantiles, denominado por la doctrina como Gobierno Corporativo¹, y ofrecer una respuesta a las principales cuestiones que la convivencia de ambos instrumentos plantea: ¿cuál es la naturaleza de ese segundo instrumento, las recomendaciones de buen gobierno? ¿cómo coexisten ambas figuras en las distintas jurisdicciones iberoamericanas? ¿existen tendencias comunes orientadoras de esa coexistencia? ¿cuáles son?

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

En el plano práctico, el funcionamiento de las recomendaciones de buen gobierno es aparentemente sencillo: un documento elaborado por un tercero recoge una serie de enunciados o desiderátums dirigidos a una pluralidad de sociedades, formulados en términos genéricos, relacionados todos ellos con el Gobierno Corporativo de aquellas. Estos enunciados o desiderátums, conocidos como recomendaciones, pretenden describir cuales son las mejores prácticas en materia de Gobierno Corporativo. Normalmente², cada una de las sociedades debe indicar si cumple o no con dichas recomendaciones, explicando cuando no lo haga el por qué.

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

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

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

Kelsen³ configuraba las normas en general como técnicas de motivación social, cuyo objeto era inducir a las personas a comportarse de un modo determinado, y distinguía entre la técnica de la motivación directa e indirecta.

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

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

¿Cuál es la razón para configurar una norma de Gobierno Corporativo como recomendación o como norma jurídica, apoyada por la fuerza coercitiva del estado? Esta es una de las preguntas más estudiadas por la doctrina anglosajona en materia de Gobierno Corporativo⁴. El argumento más utilizado para explicar el empleo de la fórmula de las recomendaciones es el de la flexibilidad: al configurar una norma de Gobierno Corporativo como una recomendación, en vez de como una norma jurídica de obligado cumplimiento, se atribuye a los sujetos destinatarios de la norma, las sociedades, un margen de discrecionalidad para apartarse de ellas cuando consideren que existen motivos suficientes que lo justifiquen.

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

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

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

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

Como puede verse, en todos los supuestos, el argumento de la flexibilidad se apoyaría, a su vez, en la idea de que el mercado supervisa y puede juzgar la validez de los argumentos esgrimidos por las sociedades para decidir no aplicar una recomendación. Por ello, los inversores precisan de la existencia de mecanismos de transparencia que permitan el ejercicio efectivo de esta supervisión: las compañías deben ofrecer una explicación pública, fácilmente accesible⁶.

Por último, cabe apuntar que la respuesta por parte de los inversores⁷ tras dicho ejercicio de supervisión puede materializarse de dos formas: como gráficamente indica la expresión anglosajona, "voting with their feet", desinvirtiendo o invirtiendo en la sociedad, para lo cual es requisito previo que las acciones de la sociedad cuenten con un mercado líquido donde poder ser compradas o vendidas, lo que normalmente sólo ocurre en las sociedades cotizadas, o votando en los órganos de gobierno para cesar o respaldar a los administradores responsables de la aplicación de las recomendaciones de buen gobierno, cuya eficacia dependerá de la distribución accionarial de la sociedad y de los accionistas de control.

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

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

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

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

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

A partir de dicha estructura básica, las fórmulas para instrumentar la aplicación de las recomendaciones de buen gobierno admiten varias clasificaciones⁸:

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

En primer lugar, cabe distinguir entre aquellos códigos de recomendaciones de buen gobierno con respaldo público explícito, sobre cuyo cumplimiento las entidades están normalmente obligadas a informar⁹, y aquellos otros códigos de origen privado cuya adopción es voluntaria.

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

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

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

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

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

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

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

Aunque en la práctica totalidad de los casos, existe un único código "obligatorio", en algunas jurisdicciones las sociedades pueden elegir el código de recomendaciones de buen gobierno sobre cuyo cumplimiento deben informar, de entre varios códigos reconocidos por el ordenamiento jurídico¹⁰.

En las demás jurisdicciones¹¹, existen códigos cuya adopción es totalmente voluntaria: sólo si las sociedades deciden voluntariamente adherirse a un código determinado, estas deberán informar sobre su cumplimiento.

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

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

En segundo lugar, el ámbito de aplicación de las recomendaciones puede diferir. Los primeros códigos de recomendaciones tuvieron por objeto las sociedades cotizadas¹², en las que los problemas de agencia que la disciplina del derecho de sociedades trata de solucionar se manifiestan con especial intensidad.

10. Como, por ejemplo, Portugal.

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

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

No obstante, existe una cierta tendencia —con apoyo principalmente doctrinal¹³— que propugna la extensión del ámbito de aplicación de los códigos con recomendaciones de buen gobierno a determinadas sociedades que, pese a no estar cotizadas, revistan de una determinada dimensión, o a la formulación de recomendaciones específicas dirigidas, por ejemplo, a pequeñas y medianas empresas¹⁴.

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

Por último, la creciente complejidad y la proliferación de las recomendaciones de buen gobierno hacen que, en ocasiones¹⁵, los códigos opten por establecer recomendaciones distintas en función del tamaño de las sociedades cotizadas.

2. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO EN IBEROAMÉRICA

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

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

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

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

14. *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, Confederación Europea de Asociaciones de Consejeros (EcoDa), publicado en http://ecoda.org/uploads/media/GUIDANCE_-_2010_CG_for_Unlisted_-_EU.pdf
http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf

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

misión la promoción de políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo¹⁶.

Tal y como se ha comentado en la primera parte de este Estudio, en el marco de su actividad, la OCDE desarrolló en 1999 los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, profundamente revisados en 2004 para adaptarlos a los acontecimientos y experiencias vividos en los países miembros y no-miembros de la OCDE con posterioridad¹⁷. Si bien el esquema que siguen ambas versiones es el mismo (un listado de los principios de la OCDE en la primera parte, seguido de unos comentarios a los mismos en la segunda), la versión de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE del año 2004 contiene, además, un nuevo grupo de recomendaciones específicamente dirigidas a los estados con el objeto de garantizar la base de un marco eficaz para el Gobierno Corporativo. Asimismo, la extensión y el número de recomendaciones del documento de 2004, es significativamente mayor al de 1999¹⁸.

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

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

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

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

17. www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf

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

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

2.2. Recomendaciones de buen gobierno a nivel supranacional

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

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

Tras la emisión en 2005 de la recomendación de la Comisión Europea relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa, la Comisión Europea aprobó en 2006¹⁹ la Directiva 2006/46/CE, que introdujo el principio de cumplir o explicar por primera vez en el derecho comunitario: *“Las sociedades cuyos valores se hayan admitido a cotización en un mercado regulado y que tengan su sede social en la Comunidad, deben ser obligadas a publicar un informe anual de Gobierno Corporativo como una sección específica y claramente identificable del informe de gestión. Esta declaración debe ofrecer a los accionistas, como mínimo, información clave fácilmente accesible sobre las prácticas de Gobierno Corporativo aplicadas, incluida una descripción de las principales características de los sistemas de gestión de riesgos y de control interno existentes relacionados con el proceso de emisión de información financiera. El informe de Gobierno Corporativo debe clarificar si la sociedad aplica alguna disposición en materia de Gobierno Corporativo distinta de las contempladas en el Derecho interno, independientemente de si esas disposiciones están recogidas en algún*

19. El estudio comparativo sobre códigos de recomendaciones de buen gobierno aplicables a la Unión Europea y a sus estados miembros encargado por la Comisión Europea, publicado en enero de 2002, y que fue tenido en cuenta para desarrollar la primera normativa comunitaria, puede consultarse en: http://www.ecgi.org/codes/documents/comparative_study_eu_i_to_v_en.pdf

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

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

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

En él, la Comisión se planteó la necesidad de reforzar la función de control de los Consejos de Administración, en particular, en materia de gestión de riesgos, y la previsión de sistemas de remuneración adecuados en la línea de la Recomendación 2009/385/CE, entre otros aspectos. Además, el documento proponía mejorar la aplicación de los códigos de recomendaciones de buen gobierno basadas en el principio de “cumplir o explicar”, en el sentido de que las sociedades mejoraran sus explicaciones sobre los motivos por los que se apartan de las recomendaciones. Dicha propuesta fue ampliamente apoyada por la mayoría de las respuestas obtenidas por la Comisión, que insistieron en la necesidad de mejorar la calidad de las explicaciones, confirmando la validez de las recomendaciones de buen gobierno basadas en el principio de “cumplir o explicar” como instrumento regulador eficaz del Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas²⁰.

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

20. Un resumen de las respuestas al Libro Verde sobre la normativa de Gobierno Corporativo en la Unión Europea puede consultarse en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf

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

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

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

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

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

21. Ver Capítulo 3 de este Estudio

En el año 2005, CAF-banco de desarrollo de América Latina²² publicó los primeros *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*, revisados en 2013, con el nombre de *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo*, ampliándose notablemente el número y el ámbito de las recomendaciones²³.

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

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

Como luego se verá, el "White Paper" sobre *Gobierno Corporativo en América Latina* y los *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo* tuvieron un papel muy relevante como documentos inspiradores del contenido de los códigos de recomendaciones de buen gobierno de los distintos países iberoamericanos²⁴.

2.3. Recomendaciones de buen gobierno a nivel nacional

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

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

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

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

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

Argentina

El Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO)²⁵ creado en 2001 por la Fundación Empresaria para la Calidad y la Excelencia²⁶, de la que son miembros las principales sociedades argentinas o con presencia en ese país²⁷, y por el Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina²⁸, publicó en el año 2003 el *Código de Mejores Prácticas de Gobierno Societario para la República Argentina*. Dicho código, principalmente dirigido a sociedades cotizadas, recomendaba extender su aplicación a sociedades no cotizadas, y se basó basado en los principios sugeridos por la OCDE y las recomendaciones del "White Paper" sobre Gobierno Corporativo en América Latina. El código era de adhesión voluntaria, mediante una declaración pública y explícita de adhesión a sus reglas.

El escaso nivel de aplicación de dicho código hizo que en el año 2007 la Comisión Nacional de Valores aprobara el *Código de Buenas Prácticas de Gobierno Societario*²⁹, que fue reemplazado por el *Código de Gobierno Societario* de 2012³⁰, actualmente en vigor.

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

El código³¹, que contiene un total de 35 preguntas agrupadas en 9 bloques de principios, de los cuales sólo el 20% están dirigidas a regular el funcionamiento y la composición del órgano de administración, y que hace especial hincapié en las relaciones de la sociedad con el grupo económico que encabeza y/o integra y con sus partes

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Bolivia

En Bolivia, las recomendaciones de buen gobierno de ámbito nacional se recogen en el documento denominado *Lineamientos de Gobierno Corporativo para Sociedades Comerciales Bolivianas*, aprobado por la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas (AEMP) el 30 de diciembre de 2011³².

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

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

Brasil

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

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

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

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

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

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

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

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

La adhesión a un segmento concreto es voluntaria y se produce tras la suscripción de un contrato entre el emisor y BM&FBOVESPA, siendo uno de los requisitos para cotizar en cada uno de los cuatro segmentos el cumplimiento de un código de recomendaciones y de determinadas prácticas de Gobierno Corporativo y otros requisitos concretos (free float mínimo, etc.), dependiendo del segmento³⁶.

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

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

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

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

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

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

Para entender la relevancia de este requerimiento, debe tenerse en cuenta que Brasil es el país que cuenta con el mayor número de sociedades con dualidad de clases de acciones, que permiten que una familia controle una empresa con sólo pequeños porcentajes de su propiedad³⁷.

Actualmente, cotizan 132 sociedades en Novo Mercado, 22 en el Nivel 2, 31 en el Nivel 1 y 9 en Bovespa Mais³⁸.

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

Este sistema de cotización por segmentos³⁹ es, en realidad, poco distinto del mecanismo habitual de las recomendaciones de buen gobierno analizadas en el resto de jurisdicciones. En la práctica, el sistema de cotización por segmentos es una herramienta que "magnifica" el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno:

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

38. Datos actualizados a 28 de agosto de 2014, según la página oficial de BM&FBOVESPA (www.bmfbovespa.com).

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

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

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

En este sentido, puede ser interesante señalar el resultado de un análisis⁴⁰ efectuado sobre 31 compañías brasileñas que anunciaron la cotización en un segmento con requisitos de Gobierno Corporativo reforzados, que mostró un incremento en la liquidez y en el precio de cotización de las acciones de dichas compañías.

Chile

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

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

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

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

41. Disponible en http://www.svs.cl/normativa/ncg_341_2012.pdf.

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

En comparación con otros códigos de jurisdicciones con mercados de capitales similares, las prácticas recomendadas son genéricas y poco protectoras de los intereses de los accionistas minoritarios (por ejemplo, se recomienda un plazo mínimo de sólo dos días antes de la celebración de la junta para poner a disposición de los accionistas información sobre los candidatos a ser miembros del directorio). La NCG 341 permite, además, que cada emisor presente un listado de otras prácticas de buen gobierno implementadas y que pueden ser consideradas relevantes a estos efectos (aunque, según los informes públicos disponibles, la mayoría de las sociedades informantes no mencionan prácticas adicionales⁴²).

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

Colombia

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

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

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

43. IGLCA y Global Corporate Governance Forum, "Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011", Capítulo 5, disponible en: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno_Corporativo_en_Latinoamerica_2010-11.pdf?MOD=AJPERES.

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

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

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

Costa Rica

En Costa Rica, el código de recomendaciones de buen gobierno aplicable es el Código de Gobierno Corporativo del Instituto de Gobierno Corporativo de Costa Rica⁴⁴, de adopción voluntaria, elaborado por la Bolsa Nacional de Valores y la Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores.

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

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

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

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

México

En México, el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Gobierno Corporativo⁴⁵ es el documento que recoge las recomendaciones de buen Gobierno Corporativo aplicables a todo tipo de sociedades públicas y privadas en general, sin distinguir su tamaño, su actividad o su composición accionarial.

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

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

En 2008, el contenido de las recomendaciones el Código fueron incorporadas en la Ley del Mercado de Valores Mexicana, convirtiéndose en obligaciones con las que las sociedades cotizadas debían cumplir. La Ley del Mercado de valores se ha reformado en enero de 2014 y, adicionalmente, las empresas emisoras de valores deben cumplir con las Disposiciones de Carácter general emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, organismo encargado de supervisar el cumplimiento de las normas en materia de Gobierno Corporativo⁴⁶.

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

45. Disponible en www.cce.org.mx/sites/default/files/CodigoMejoresPracticas.pdf.

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

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

Panamá

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

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

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

Perú

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

Al igual que su antecesor (Principios de buen gobierno para las sociedades peruanas), aprobado en 2002, el código actual sigue el principio de adhesión voluntaria para las sociedades en general. Sin embargo, en el caso de empresas cuyos valores son objeto de oferta pública, estas se encuentran obligadas por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) a revelar en su memoria anual y prospectos informativos el grado de cumplimiento de dichos principios a través del “Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas” aprobado por Resolución de Superintendencia N° 012-2014-SMV/01, de conformidad con el principio de “cumple o explica”.

Perú cuenta desde el 2008 con un índice bursátil de buen Gobierno Corporativo⁴⁸, el cual es un indicador que tiene como fin reflejar el comportamiento de los precios

47. Disponible en www.smv.gov.pe/Uploads/CodBGC2013%20_2_.pdf

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

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

Portugal

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

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

Actualmente, las recomendaciones de buen gobierno se encuentran establecidas en el Reglamento CMVM 4/2013⁴⁹, relativo al gobierno de las sociedades, que deroga el anterior contenido en el Reglamento de la CMVM 1/2010.

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

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

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

49. Disponible en http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/Reg2013/Pages/Reg_2013_04.aspx.

3. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA

3.1. Antecedentes

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Estas sugerencias se plasmaron en la Ley de Transparencia⁵⁰, que estableció, entre otras, la obligación para las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado oficial de publicar anualmente un informe de Gobierno Corporativo (en adelante, IAGC).

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

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

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

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

50. Ley 26/2003, de 17 de Julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

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

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

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

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

3.2. Código Unificado de buen gobierno (2013)

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

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

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

A través de la Circular 5/2013⁵¹, la versión actualizada del Código Unificado fue incorporada al correspondiente modelo de IAGC con respecto al cual las sociedades cotizadas han tenido que elaborar sus informes correspondientes al ejercicio 2013.

51. Circular 5/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de Gobierno Corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

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

- Sobre remuneraciones.
Se suprimieron tres recomendaciones sobre el régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones, porque desde la entrada en vigor del artículo 61 ter de la Ley del Mercado de Valores⁵² son requisitos obligatorios para todas las sociedades cotizadas.
- Sobre la rotación de consejeros independientes.
Se incorporó al ordenamiento jurídico la recomendación que establece un máximo de permanencia de 12 años para los consejeros independientes.
- Sobre la condición de otros consejeros.
El Código Unificado recomendaba que se explicasen las circunstancias que motivaban que un consejero externo no pueda ser calificado como dominical ni independiente. Esta explicación se ha incluido dentro del contenido mínimo del IAGC.
- Sobre diversidad de género.
Se suprimió parcialmente la recomendación que se refiere a la transparencia sobre los motivos y medidas adoptadas por la sociedad cuando la presencia femenina en el consejo sea escasa o nula. Dicho requisito de transparencia se encuentra regulado en el IAGC.
- Sobre las funciones del comité de auditoría.
Se eliminaron algunas de las funciones que el Código Unificado asigna al comité de auditoría, al ser incorporadas a la disposición adicional decimoctava de la Ley del Mercado de Valores desde su modificación por la Ley de Auditoría de Cuentas⁵³.

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

3.3. Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado

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

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

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

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

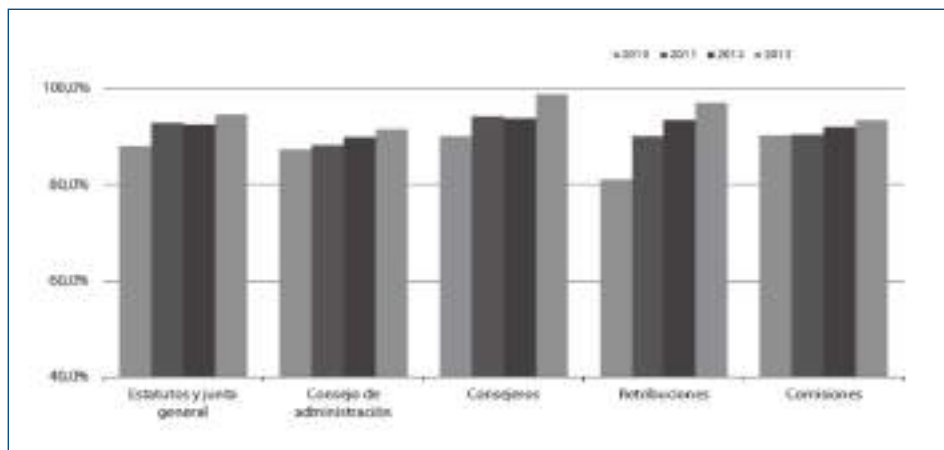
Anualmente, la CNMV publica dos informes donde se refleja, de forma agregada, las principales características de las estructuras de Gobierno Corporativo de las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

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

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

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

Gráfico 1. Seguimiento de las recomendaciones del Código



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

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

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

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

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

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

Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado agrupadas por categorías

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

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

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

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

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

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

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

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

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

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

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

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

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

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

- El 26,5% de las compañías donde la presencia de mujeres en el consejo es escasa o nula declaran que no han adoptado todas las medidas que recomienda el Código para corregir esta situación. La mayoría explica que sus procedimientos de selección se basan en la competencia y experiencia de los candidatos, se valora su perfil, conocimiento y experiencia, y no el género de los mismos.

El porcentaje de seguimiento total de esta recomendación es 20 puntos porcentuales inferior a la media del Código, aunque ha aumentado en los últimos años, pasando del 42,4% en 2007 al 73,5% en 2013.

- El porcentaje de compañías que han otorgado facultades especiales a uno de los consejeros independientes por coincidir la figura del presidente con el primer ejecutivo, se ha incrementado en 7 puntos porcentuales.

Como en años anteriores, algunas de las sociedades que no han seguido esta recomendación explican que han adoptado otras medidas de contrapeso, como que el resto de consejeros puedan solicitar la convocatoria del consejo de administración o la inclusión de nuevos puntos del orden del día.

- Dos sociedades no han establecido procedimientos para que, en caso de inasistencia de alguno de sus consejeros, la representación en los consejos se confiera con instrucciones concretas. Dichas sociedades consideran que de esta forma, el representante puede atenerse al resultado del debate en el consejo.

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

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

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

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

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

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

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

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

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

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

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

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

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

- **Retribuciones (33 a 36)**

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

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

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

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

- De las comisiones (37 a 53)

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

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

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

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

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

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

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

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

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

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

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

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

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

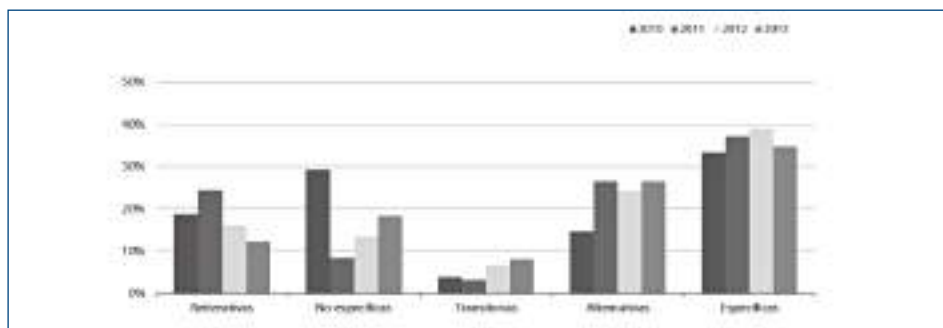
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

- **Aplicación del principio cumplir o explicar**

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

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

Gráfico 2. Clasificación de las explicaciones



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

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

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

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

• Introducción

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

Así, el Código Unificado de Buen Gobierno, aprobado por Acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), el 22 de mayo de 2006, fue actualizado parcialmente en junio de 2013⁵⁴ para adaptar o suprimir las recomendaciones que se habían incorporado a la legislación, tal y como se ha detallado en el epígrafe 3.2.

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

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

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

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

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

La Comisión de expertos diferenció entre las cuestiones que debían ser propuestas para la mejora del marco regulatorio (que ha dado lugar, casi sin diferencias, a la Ley 31/2014, de 3 diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo⁵⁵), y las que han de constituir recomendaciones de carácter voluntario, sujetas al principio de “cumplir o explicar”.

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

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

El nuevo Código⁵⁶ está compuesto por 64 recomendaciones, que se agrupan en tres grandes bloques de contenido: aspectos generales (recomendaciones 1 a 5), junta general de accionistas (6 a 11) y consejo de administración (12 a 64).

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

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

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

A. Nuevas recomendaciones

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

55. Ver Capítulo 2 de este Estudio

56. http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf

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

- Se recomienda que las sociedades cuenten con una política pública de comunicación y contactos con los accionistas, inversores institucionales y asesores de voto (recom. 4).
- Se recomienda que el consejo de administración no eleve a la junta general una propuesta de delegación de facultades para emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente, por un importe superior al 20% del capital (recom. 5).
- Se recomienda que las sociedades publiquen en su web, con antelación suficiente a la celebración de la junta general una serie de informes⁵⁷, que sin ser preceptiva su presentación, se considera recomendable que se pongan a disposición de los accionistas; así como que la junta sea retransmitida en directo a través de la mencionada web (recom. 6 y 7).
- Se introducen dos nuevas recomendaciones con el objetivo de facilitar el derecho de asistencia y participación en la junta de los accionistas en igualdad de condiciones. En concreto, se recomienda que las sociedades publiquen de manera permanente los requisitos y procedimientos que aceptarán para acreditar la titularidad de acciones, el derecho de asistencia y el ejercicio o delegación del derecho de voto; y que cuando algún accionista haya ejercitado el derecho a completar el orden del día, la sociedad difunda tales puntos de forma inmediata, publique el modelo de tarjeta de asistencia que permita votar los nuevos puntos en los mismos términos que los propuestos por el consejo, los someta a votación en su totalidad y con las mismas reglas de voto y comunique el desglose de voto de las mismas (recom. 9 y 10).
- Se recomienda que la política sobre primas de asistencia a la junta general sea definida con anterioridad a la celebración de la misma, y que sea estable (recom. 11).
- Se recomienda que el consejo de administración apruebe una política de selección de consejeros que cumpla una serie de requisitos: que sea concreta, verificable, que asegure que las propuestas de nombramiento o selección se fundamentan en un análisis previo de las necesidades del consejo, y que favorezca la diversidad de conocimientos, experiencias y género (recom. 14). Además, se recomienda que la política de selección de consejeros promueva el objetivo de que en el año 2020 el número de consejeras represente, al menos, el 30% del total de miembros del consejo.

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

- Se introducen dos nuevas recomendaciones relativas a la información a los consejeros. En concreto, las recomendaciones 31 y 32 establecen que en el orden del día se indiquen los puntos sobre los que el consejo deberá adoptar decisiones para que los consejeros puedan estudiar o recabar la información precisa, que los consejeros sean periódicamente informados de los movimientos en el accionariado, y de la opinión de los accionistas significativos, inversores y agencias de calificación acerca de la sociedad.
- Se introduce una nueva recomendación que amplía las facultades que debe tener, cuando exista, el consejero coordinador (recom. 34).
Entre ellas están el presidir el consejo en ausencia del presidente y los vicepresidentes, coordinar el plan de sucesión del presidente, y mantener contactos con inversores y accionistas para conocer sus puntos de vista, en particular, en relación con el Gobierno Corporativo de la sociedad.
- Se recomienda que la comisión de auditoría sea informada sobre las operaciones de modificaciones estructurales y corporativas que la sociedad proyecte realizar, para su análisis e informe previo al consejo acerca de sus condiciones económicas e impacto contable (recom. 44).
- Se introduce una recomendación que establece la existencia de una función interna de control y gestión de riesgos así como sus funciones (recom. 46).
- Se recomienda que las sociedades de elevada capitalización cuenten con una comisión de nombramientos y con una comisión de remuneraciones separadas (recom. 48).
- Se introduce una recomendación que, de forma genérica, establece que las reglas de composición y funcionamiento de las comisiones de supervisión y control deben ser consistentes con las aplicables a las comisiones legalmente obligatorias (recom. 52).
- Se introducen dos recomendaciones sobre la responsabilidad social corporativa (en adelante, RSC), aspecto que apenas se trataba en el anterior Código Unificado⁵⁸ (recom. 54 y 55).
En concreto, se recomienda que la política de RSC incluya los principios o compromisos que la empresa asuma voluntariamente en su relación con los distintos grupos de interés (identificando una lista de mínimos de aspectos que debe incluir), así como que la sociedad informe, en un documento separado o en el informe de gestión, sobre los asuntos relacionados con la misma.
- En relación con las remuneraciones de los consejeros, se introducen una serie de nuevas recomendaciones (59, 61, 62, 63 y 64), y se modifican otras (56, 57, 58, correspondientes a las antiguas 34, 33 y 36, respectivamente). Estas

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

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

Algunas de las nuevas recomendaciones más destacadas son:

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

B. Recomendaciones que han experimentado modificaciones

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

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

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

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

C. Recomendaciones eliminadas

Han sido eliminadas del Código Unificado de junio de 2013 las siguientes recomendaciones: 3 (artículos 160 y 511 bis de la LSC⁵⁹), 4 (art. 518 LSC), 5 (art. 197 bis LSC), 6 (art. 524 LSC), 8 (art. 529 ter LSC), 14 (art. 529 bis LSC), 16 (art. 529 septies LSC), 22 (art. 225, 529 quinquies, 529 sexies y 529 octies LSC), 26 (art. 529 decies LSC), 39 (art. 529 quaterdecies y 529 quincecenas LSC), 47 (art. 529 quaterdecies LSC), y 50 (art. 529 quincecenas LSC).

3.5. Códigos europeos

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

En la aplicación de este principio, la Comisión Europea destacó en su Plan de Acción de *Company Law* (legislación mercantil) y Gobierno Corporativo⁶⁰, publicado el 12 de

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

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

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

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

- Reino Unido: el *Financial Reporting Council* (FRC) establece qué es una buena explicación, para lo cual debe contener: cómo afecta el no seguimiento a la sociedad, razones por las que se desvían del código, horizonte temporal del no seguimiento y los pasos que se van a seguir para cumplir la recomendación.
- Bélgica: el *Corporate Governance Committee* ha publicado un documento⁶² en el que se establecen ocho principios que las sociedades han de cumplir a la hora de explicar el no seguimiento de las recomendaciones del código. Como contenidos de las explicaciones, destacan: razones para el no seguimiento, las explicaciones no pueden ser redundantes.

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

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

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

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

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

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

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

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

- **Comparativa de códigos europeos**

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

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

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

1. Alcance del código

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

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

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

2. Estatutos y Junta General

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

3. Consejo de administración

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

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

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

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

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

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

4. Comisiones

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

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

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

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

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

5. Relaciones con accionistas

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

6. Otras recomendaciones

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: códigos de Gobierno Corporativo de los citados países

4. PRINCIPALES TENDENCIAS EN MATERIA DE RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO

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

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

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

Como ilustra la siguiente tabla, los países con un mayor número de sociedades cotizadas en sus respectivas bolsas (Brasil —353 sociedades cotizadas⁶³—, España —150 sociedades cotizadas⁶⁴—, México —142 sociedades cotizadas—, Colombia —77 sociedades cotizadas—, Chile —59⁶⁵ sociedades—, Perú⁶⁶ y Portugal —49 sociedades⁶⁷—) y con mercados de capitales más desarrollados son precisamente aquellos que disponen de códigos de recomendaciones de buen gobierno con un mayor grado de desarrollo, cuyo cumplimiento es mayoritariamente obligatorio:

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

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

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

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

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

Tabla 1⁶⁸

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Toda vez que la adhesión al código supone un coste burocrático, cabe asumir que las sociedades únicamente se adhieren al mismo en la medida en que los beneficios que obtengan de ello sean superiores al coste que puede suponer su cumplimiento⁷¹.

El beneficio que las sociedades pueden obtener por adherirse al código depende fundamentalmente de que los inversores perciban la adhesión al código de recomendaciones como un elemento que contribuya a hacer más atractiva su inversión en la sociedad⁷². Como es obvio, ello dependerá en gran parte de si la sociedad, en caso de adherirse al código, va a reportar el cumplimiento de la mayoría o todas las recomendaciones, o por el contrario, de si la adhesión al código pondrá de manifiesto el incumplimiento de sus recomendaciones.

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

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

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

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

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

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

Aunque con mayor intensidad en Latinoamérica, la configuración de los mercados de capitales en los países iberoamericanos es similar, predominando las sociedades de capital concentrado⁷³.

Esta configuración del capital hace que los problemas de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios sean mucho más probables que los que puedan surgir entre gestores y accionistas⁷⁴, típicos de sociedades con un mayor volumen de capital disperso o *free float*.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Anexo. Tabla comparativa de códigos de recomendaciones nacionales⁷⁵

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

Anexo. Tabla comparativa de códigos de recomendaciones nacionales⁷⁵

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

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

CAPÍTULO 7

Información y Gobierno Corporativo

Fernando Vives
Abogado. Garrigues

Javier Ybáñez
Abogado. Garrigues

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

■ 1. INTRODUCCIÓN

1.1. La cuestión de la información asimétrica

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

■ 2. INSTRUMENTOS DE INFORMACIÓN

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

2.1. Los registros públicos tradicionales

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

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

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

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

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

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

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

2.2. Los órganos supervisores de las sociedades cotizadas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.4. Nuevos instrumentos de información

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

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

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

■ 3. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.3. Referencia a la información financiera recurrente

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.6. Información sobre los pactos parasociales

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

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

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

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

3.7. Información sobre los conflictos de interés

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

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

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

3.8. Obligaciones de información en materia de remuneración de administradores

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

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

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

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

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

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

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

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

Anexo: Definiciones de Hecho Relevante

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

Anexo: Definiciones de Hecho Relevante (cont.)

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

CAPÍTULO 8

La protección del inversor en Iberoamérica

Santiago Cuadra

Secretario General del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores

Amparo Marián

Asesora Técnica del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores

1. INTRODUCCIÓN. ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y GOBIERNO CORPORATIVO
2. DERECHOS Y DEBERES DEL INVERSOR/ACCIONISTA
 - 2.1. Derechos del accionista
 - 2.2. Deberes del accionista
3. EL DIFÍCIL EQUILIBRIO ENTRE LA PROTECCIÓN DEL ACCIONISTA MINORITARIO Y EL ABUSO DE DERECHO DE LAS MINORÍAS
4. MECANISMOS DE PROTECCIÓN. SITUACIÓN EN IBEROAMÉRICA
 - 4.1. Informaciones sobre la estructura accionarial
 - 4.2. Información sobre partes relacionadas con el emisor
 - 4.3. Pactos parasociales o acuerdos entre accionistas significativos, respecto al ejercicio del derecho de voto o a la restricción o condicionamiento de la libre transmisión de acciones
 - 4.4. Adquisición de acciones por parte del propio emisor
 - 4.5. Conflictos de interés entre los administradores y los accionistas
 - 4.6. Ofertas Públicas de Adquisición
5. CONCLUSIONES

1. INTRODUCCIÓN. ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y GOBIERNO CORPORATIVO

Uno de los principios marco del Gobierno Corporativo es “la protección del accionista”. Las sociedades deberán garantizar, en todo momento, la igualdad de trato de todos los accionistas en lo que se refiere a la información, la participación y el ejercicio del derecho de voto en la junta general. De ahí que las empresas deban salvaguardar los intereses de sus accionistas, en especial, los de aquellos que no tienen acceso a la información cotidiana sobre la marcha del negocio.

A medida que aumenta el grado de separación entre propiedad y gestión, aumenta la importancia relativa de los pequeños inversores, y es aquí donde el Gobierno Corporativo cobra mayor importancia ya que tiene, entre otras, la misión de evitar que se ignore o abuse de los accionistas minoritarios. A nivel general, denominaremos accionista minoritario¹, a aquel que no detente de manera autónoma el poder decisorio dentro de la sociedad, en razón de no contar con un porcentaje de capital que le dé los votos requeridos para aprobar o negar una decisión, o que no participe de un acuerdo de accionistas que reúna los votos necesarios para aprobar o negar una decisión.

En este capítulo abordamos la protección del inversor minorista en el contexto del Gobierno Corporativo, cuestión que ha sido profusamente tratada en numerosos estudios y desde diferentes perspectivas².

A continuación vamos a exponer los principales planteamientos que tienen una mayor relación con Iberoamérica, ya sea por las principales características económicas, regulatorias, de mercado e incluso sociológicas.

1. Los accionistas minoritarios pueden ser personas físicas o institucionales (fondos de inversión, de pensiones, etc). A efectos de este trabajo, específicamente, nos referiremos a personas físicas.

2. El informe Doing Business del Banco Mundial mide el nivel de protección que disponen legalmente los accionistas minoritarios contra el uso abusivo de los activos de una compañía por parte de los directores para beneficio propio. Los indicadores distinguen tres dimensiones de protección de los inversores: transparencia de las transacciones entre partes vinculadas (índice del grado de transparencia), responsabilidad de los administradores en caso de transacciones perjudiciales entre partes vinculadas (índice del grado de responsabilidad de los directores) y la capacidad de los accionistas de llevar a juicio a los directores y ejecutivos por mala conducta (índice de la facilidad para juicios de accionistas).

Los datos del Informe provienen de una encuesta realizada entre abogados corporativos y del mercado de valores y están basados sobre las leyes de los mercados de valores, las leyes sobre sociedades comerciales y códigos de procedimiento civil. <http://espanol.doingbusiness.org/methodology/protecting-investors>

- Estructura de financiación empresarial y Gobierno Corporativo

Dentro del conflicto a tres bandas que se produce entre directivos, accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios, la estructura de financiación empresarial juega un importante papel y ha sido objeto de numerosos estudios. Así, para autores como La Porta (1997³ y 1999⁴) los países donde las empresas acuden en mayor porcentaje a la financiación bancaria, en detrimento de la financiación a través de los mercados de capitales, señalan una menor fortaleza del buen Gobierno Corporativo en el conjunto de empresas del país analizado.

Como puede constatarse en el muy completo capítulo 1 de este libro, el tejido empresarial de Iberoamérica acude mayoritariamente a la financiación bancaria en detrimento de la obtención de recursos a través de los mercados. Un indicador sobre la relevancia económica de los mercados accionarios es la relación entre capitalización bursátil doméstica y el PBI que en el 2012 era superior al 60% en Chile y Colombia; en un rango entre el 20 y el 60%, se encontraban Brasil, El Salvador, México, Panamá y Perú; y finalmente, por debajo del 20%, en Argentina, Bolivia, Costa Rica, Ecuador y Venezuela.

Si nos atenemos a las corrientes doctrinales mayoritarias, tal indicador supondría una menor presencia de estándares de buen gobierno empresarial.

Otro dato significativo está relacionado con el grado de concentración de la propiedad empresarial⁵. En Iberoamérica y, aunque en menor medida, en buena parte de la Europa Continental, se produce una estructura accionarial caracterizada por una notable concentración⁶ del capital social entre uno o varios accionistas destacados, muchas veces pertenecientes a las mismas familias⁷, tal y como indica en el Capítulo 14

3. La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1997. *Legal determinants of external finance*. *Journal of Finance* 52, 1131-1150.

4. La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. (1999): *Corporate ownership around the World*. *The Journal of Finance* 54, 471-517.

5. Ver Capítulo 11 de este Estudio sobre el mercado de control societario en Iberoamérica.

6. Salgado, Marco "Protección de Accionistas Minoritarios por Directores Independientes en Chile", mayo 2013: *"La gran mayoría de las principales sociedades anónimas transadas en bolsa en Chile presentan altísimos niveles de concentración de la propiedad, que coinciden con los quórum legales necesarios para que los accionistas adopten las decisiones de mayor trascendencia en la vida social. Al detentar estos niveles de poder, los controladores pueden designar con sus votos a la mayoría de los integrantes del directorio, lo que genera incentivos para que el accionista mayoritario y los miembros del directorio colaboren activamente en la administración social y ejerzan un férreo control sobre la actuación de los ejecutivos. Esta situación se presta para casos de abuso, donde el accionista mayoritario puede expropiar al accionista minoritario por diversas vías"*.

7. Algunos autores e investigadores han estimado que la proporción de empresas familiares que existen en relación con el total de empresas, en promedio, se aproxima al 90% en Iberoamérica. El gran reto de la empresa familiar para lograr continuidad, crecimiento y permanencia en el tiempo es la institucionalización,

de este Estudio, lo que da lugar a diferentes problemas de Gobierno Corporativo que han sido objeto de estudio por la literatura científica.

Una primera aproximación, nos lleva a pensar que unos accionistas que cuentan con la mayoría del capital pueden ejercer una eficiente labor de supervisión y control de los órganos directivos de la empresa, toda vez que se supone que cuentan con medios suficientes para llevar a cabo tal función, y que los costes que pueden conllevar se ven compensados por el tamaño de la inversión y perspectiva de beneficios que pueden obtener. Por el contrario, los accionistas minoritarios tienen escasos incentivos para acometer dichas funciones de supervisión y control por lo que, de manera generalizada, opta por una actitud de pasividad (Black 1997).

Pero una elevada concentración de la propiedad en manos de unos pocos accionistas presenta el evidente problema de que pueden tender a representar sus propios intereses y no los del conjunto de la compañía. El elenco de posibilidades en las que el accionista mayoritario puede intervenir en beneficio propio es innumerable, y abarcan desde el nombramiento y remoción de directivos hasta cualquier medida que pueda adoptarse por el juego de las mayorías en los órganos colegiados.

No obstante, dentro de los autores que han estudiado este caso no hay una posición mayoritaria. Algunos autores como Shleifer y Vishny (1986)⁸ consideran que existe un impacto beneficioso en el resultado empresarial debido a la presencia de accionistas mayoritarios. En el mismo sentido, la Porta (1998)⁹ sostiene que la concentración empresarial puede suplir las deficiencias de un sistema legal que no dote de protección adecuada al accionista minoritario.

Por último, frente a autores que sostienen que no es posible relacionar estructura accionarial con la mejora de resultados, otros señalan que un cierto grado de concentración de la propiedad puede ayudar a garantizar que los intereses del controlador se alineen con los generales de la propiedad (Shleifer y Vishny, 1997)¹⁰.

Por tanto hay una interrelación entre estructura de financiación, concentración de la propiedad, discrecionalidad directiva, y marco jurídico adecuado de protección al inversor.

asociada con órganos de gobierno definidos formalmente. "Boletín informativo relacionado con la importancia de la Empresa Familiar en Iberoamérica, principales retos y oportunidades". PwC Espiñeira, Sheldon y Asociados.

8. Shleifer, A; Vishny R. (1986) *Large shareholders and corporate control - The Journal of Political Economy*, Pág. 461-488

9. La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1998. *Law and finance. Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.

10. Shleifer, A.; Vishny, R. (1997) *A survey of Corporate Governance. The Journal of Finance*, 1997, 737-783.

Como sintetiza y resume acertadamente González¹¹ hay una estrecha interrelación entre las variables de Gobierno Corporativo y las referidas a la calidad del sistema legal e institucional del país. Dicho autor pone como ejemplo que en países de bajo desarrollo económico y baja calidad legal, es costoso proporcionar una adecuada protección al accionista, mejorar la transparencia informativa y, en general, implementar mejoras de Gobierno Corporativo, cuando no se cuenta con un sistema judicial que funcione adecuadamente, ni con unos mercados de capitales desarrollados que ayuden a la obtención de financiación.

Si bien los legisladores son los responsables de crear el contexto propicio que facilite el desarrollo del Gobierno Corporativo, no es menos cierto que son las propias empresas¹² quienes, en definitiva, tienen la principal responsabilidad de implementarlo.

A lo largo de este capítulo vamos a examinar cuál es la situación en buena parte de los países iberoamericanos, centrándonos de manera prioritaria en los derechos y obligaciones que recaen en los accionistas minoritarios, con especial consideración a los requisitos mínimos para el ejercicio de los derechos inherentes a la consideración de socio.

■ 2. DERECHOS Y DEBERES DEL INVERSOR/ACCIONISTA

2.1. Derechos del accionista

En todas las legislaciones analizadas se consideran como derechos básicos, inherentes a la calidad de socio o accionista de una empresa cotizada¹³, el participar y votar en las asambleas de accionistas; participar en las ganancias sociales y, en caso de disolución de la sociedad, participar en el remanente de la liquidación; ejercer el control de la gestión de los negocios sociales (derecho a la información); tener preferencia

11. González, Francisco "Gobierno Corporativo y Estructura Financiera". Papeles de la Fundación nº 47: "Desapalancamiento y crecimiento económico en España". Fundación de Estudios Financieros

12. Iniciativas como las de Repsol en Acción, consistente en una comunidad destinada a garantizar la igualdad en el acceso a la información de los accionistas minoritarios y que cuenta con 34.000 adscritos, forman parte de las actuaciones de buen Gobierno Corporativo lanzadas por esta empresa. Por otro lado, la compañía ha creado un comité consultivo para escuchar a estos accionistas minoritarios, a los que quiere dar un protagonismo creciente que no se limite a las juntas generales de accionistas. En el caso de Repsol hay cerca de 500.000 pequeños inversores, que poseen el 12% del capital.

13. Pueden existir distintas clases de acciones, constituyendo una misma clase aquellas que confieren a sus poseedores iguales derechos. Por ejemplo, en España las sociedades pueden emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado. Las acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable, que establezcan los estatutos sociales. Una vez acordado el dividendo mínimo, sus titulares tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias.

en la suscripción de acciones y obligaciones convertibles en acciones; así como la separación de la sociedad en los casos previstos por la ley.

Estos derechos sólo podrán ser condicionados, limitados o anulados cuando expresamente la legislación lo autorice, y pueden verse ampliados por los estatutos sociales, pero nunca reducidos.

La clasificación de los distintos derechos puede realizarse desde diferentes perspectivas¹⁴ pero, esencialmente, se distinguen dos categorías: los derechos políticos y los derechos económicos o patrimoniales¹⁵. Entre éstos últimos se encuentran:

- Derecho al dividendo¹⁶.
- Derecho de suscripción preferente, cuando una sociedad decide ampliar su capital con la emisión de nuevas acciones u obligaciones convertibles en acciones¹⁷.
- Derecho a la cuota de liquidación, en caso de que la sociedad llegara a disolverse y liquidarse.
- Derecho de separación, que se circunscribe a determinados casos¹⁸.

14. Ver la exposición de criterios y de las correspondientes clasificaciones en Díaz Echegaray, Juan Luis "Los Derechos mínimos del Socio". pag 20 y ss.

Junto con los derechos reconocidos de forma personal a cada accionista, se reconocen otros derechos que podrán ser ejercitados por quienes reúnan una determinada cuota de capital llamados **derechos de minoría**. Peinado Gracia, Juan Ignacio y González Fernández, M^a Belén "Sistemática y Clasificación de los Derechos del Accionista en la Sociedad cotizada". El Accionista Minoritario en la Sociedad Cotizada. Ed La Ley 2012.

15. Según Mateo Amico, "*son derechos patrimoniales los que se corresponden con el interés del accionista de obtener un beneficio a través de la actividad desarrollada por la sociedad*" y "*derechos políticos son aquellos mediante los cuales el accionista ejerce los mecanismos que le permiten asegurarse de que la actividad social está efectivamente encaminada a la obtención de rendimientos adecuados. A través de los derechos políticos, al tener injerencia en la marcha social, posibilitan al accionista que pueda obtener de su capital el mayor rendimiento posible*". AMICO, Mateo. "Derechos y obligaciones del accionista". En: "Tratado de Derecho Mercantil. Tomo I. Derecho Societario". Segunda Edición. Lima: Gaceta Jurídica. 2005. p. 433.

16. El reparto de dividendos es una decisión de la Junta o Asamblea General, siempre que se cumplan una serie de requisitos legales. Por ejemplo en Chile, en sociedades anónimas abiertas, el dividendo no puede ser inferior al 30% de las utilidades generadas en un ejercicio.

17. Es el que tienen los accionistas de suscribir en toda nueva emisión de acciones, una cantidad proporcional a las que posean a la fecha en que se apruebe el reglamento de colocación de acciones. En los casos en que los estatutos de una sociedad estipulen el derecho de preferencia en la negociación de acciones, se debe indicar los plazos y las condiciones dentro de los cuales se puede ejercer el derecho de preferencia, so pena de nulidad.

18. Por ejemplo en España, las causas legales de separación, de acuerdo al el art. 346 de la LSC permite que los socios que no hayan votado el correspondiente acuerdo (incluyendo los que no tienen voto), puedan separarse de la sociedad en los siguientes casos:

- a) Sustitución o modificación sustancial del objeto social.
- b) Prórroga de la sociedad.
- c) Reactivación de la sociedad.
- d) Creación, modificación o extinción anticipada de la obligación de realizar prestaciones accesorias, salvo disposición contraria de los estatutos.

A efectos de este Estudio, nos detendremos en el análisis de requisitos para ejercer algunos de los derechos políticos más significativos que se reconocen a los accionistas minoritarios de sociedades cotizadas en Iberoamérica y, para ello, éstos se han agrupado de la siguiente manera:

Derechos en relación con la convocatoria, asistencia, representación y veto en la Asamblea o Junta General de Accionistas

- Solicitar la convocatoria de la Asamblea o la Junta General a los administradores o por vía judicial. (Juntas Ordinarias y Extraordinarias)
- Asistir a la Asamblea o Junta General de Accionistas
- Designar representante en la Asamblea o Junta General
- Derecho de veto de modificaciones estatutarias perjudiciales o que impliquen nuevas obligaciones
- Solicitar presencia de Fedatario Público en la Asamblea
- Solicitar la inclusión de puntos del orden del día o de propuestas sobre puntos del orden del día, y su publicidad formal

Derechos de información

- Información pública de la Junta General en la web de la sociedad u otro medio, respecto a:
 - Anuncio íntegro de la convocatoria
 - Número total de acciones y derechos de voto
 - Informes de administradores, auditores, expertos independientes, peritos, etc
 - Propuestas de acuerdos de los administradores y otros accionistas
 - Requisitos para voto a distancia y/o representación
- Solicitar con antelación a la celebración de la Junta informes o aclaraciones sobre puntos del orden del día.

Nombramientos y destitución de los administradores

- Derecho a designar Consejeros.
- Solicitar la destitución en los supuestos de :
 - Infracción de las prohibiciones legales para ejercer el cargo
 - Intereses contrapuestos a la compañía o ser competidores
- Ejercicio de acción de responsabilidad contra administradores, en caso de que no lo haga la Sociedad.

El art. 347 dispone que "los estatutos podrán establecer otras causas de separación distintas a las previstas en la presente ley". Por último, también se apunta un supuesto de derecho de separación a los accionistas de una Sociedad Anónima Europea resultante de un proceso de fusión (art. 468 de la LSC).

En Uruguay, se confiere derecho de receso de las sociedades anónimas cuando existe cambio fundamental del objeto, prórroga, transferencia del domicilio al extranjero, aumento del capital social o reintegración total o parcial del capital. En segundo lugar, también, es causal de receso la conversión de una sociedad anónima abierta en cerrada y viceversa (art. 249), también, cuando una asamblea limita o suspende el derecho de preferencia (art. 330), también, cuando resuelve la transformación de las acciones al portador en nominativas o establece restricciones o condicionamientos para la transmisibilidad de las acciones nominativas (art. 364).

Impugnación de acuerdos sociales

- Actos contrarios a la ley, los estatutos o lesionen los intereses de la Sociedad en beneficio de uno o varios accionistas
- Impugnar acuerdos del Consejo de Administración
- Solicitar revocación del auditor judicialmente
- Solicitar judicialmente la suspensión de acuerdos sociales impugnados

Examinemos a continuación cada uno de ellos:

a) Derechos en relación con la convocatoria, asistencia, representación y veto en la Asamblea o Junta General.

- **Solicitar la convocatoria de la Asamblea o la Junta General a los administradores o por vía judicial. (Junta Ordinaria y Extraordinaria)**

El reconocimiento legislativo de este derecho¹⁹ pone de manifiesto que se trata de un mecanismo para reforzar los derechos de los accionistas minoritarios, sin embargo, en los países analizados en este Estudio no existe un criterio unánime a la hora de definir las condiciones en que puede ejercerse. Por otra parte, debido a la alta concentración de la propiedad de las sociedades cotizadas en Iberoamérica²⁰, son pocos los accionistas minoritarios que pueden reunir el capital suficiente para ejercerlo. Además, hay que mencionar que cuando el porcentaje de capital exigido para ejercerlo resulta elevado en relación con la dispersión en la propiedad del capital social de las empresas cotizadas, este derecho no resulta suficientemente garantizado.

En las normas que rigen este derecho, podemos encontrar una amplia horquilla en los umbrales de capital requerido, desde el 2% —caso de Portugal— al 25% —por ejemplo en Ecuador y Costa Rica—. En el caso de Ecuador, el o los accionistas que representen por lo menos el 25% del capital social podrán pedir por escrito, en cualquier tiempo al administrador o a los organismos directivos de la compañía, la convocatoria a una junta general de accionistas para tratar de los asuntos que indiquen en su petición. Si el administrador o el organismo directivo rehusara realizar la convocatoria, o no la hicieren

19. El accionista o accionistas que representen un determinado porcentaje del capital, pueden dirigirse a los administradores solicitando la convocatoria de una Junta General, pero para poder ejercer este derecho, el accionista tendrá que poseer el número mínimo de acciones establecido y previsto en los estatutos, o agruparse con otros accionistas para alcanzar este mínimo.

20. De acuerdo con el Informe Anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35, de la CNMV referente al ejercicio 2013, el capital social de las empresas del Ibex ascendía a 44.975,8 millones de euros y la capitalización bursátil a 489.954 millones de euros. En el 17,1% de las sociedades del Ibex, alguna persona física o jurídica poseía la mayoría de los derechos de voto o ejercía o podía ejercer el control. El capital flotante (*free float*) es del 60,4%, y el promedio de capital en manos de los accionistas significativos se sitúa en el 28,4% del capital.

dentro del plazo de 15 días contados desde que el recibe la petición, podrán recurrir al Superintendente de Compañías, solicitando dicha convocatoria.

De acuerdo con la normativa en Costa Rica, los accionistas que representen al menos el 25% del capital pueden pedir la convocatoria y fijar los temas a tratar. Asimismo, lo puede hacer el titular de 1 sola acción si en 2 ejercicios consecutivos no se ha efectuado ninguna asamblea o no se han tocado los temas que dicta el art. 155. (arts. 159 y 160).

Por su parte, en Bolivia —al igual que en Uruguay— los accionistas que representen al menos el 20% del capital social, si los estatutos no fijaran una representación menor, tendrán derecho a solicitar por escrito en cualquier tiempo, la convocatoria a Junta General, para tratar exclusivamente los asuntos indicados en su petición. Además, el titular de una sola acción también podrá solicitar la convocatoria a Junta General en cualquiera de los siguientes casos:

- Si durante más de una gestión anual no se hubiera reunido Junta General alguna.
- Si habiéndose celebrado Juntas Generales, estas no hubieran tratado: (i) La memoria anual e informe de los síndicos, el balance general y el estado de resultados y todo otro asunto relativo a la gestión de la sociedad; (ii) La distribución de utilidades o, en su caso, el tratamiento de las pérdidas y; (iii) El nombramiento y remoción de los directores y síndicos y, en su caso, la fijación de su remuneración.

En Panamá, de acuerdo con el art. 420 de su Código de Comercio, la Junta General de Accionistas será convocada por la Junta Directiva por las personas debidamente facultadas para ellos por la Ley, el Pacto Social o los Estatutos o por el respectivo Juez del Circuito. La convocatoria judicial procederá únicamente, cuando así lo soliciten uno o varios accionistas cuyas acciones representen, por lo menos, el 20% del capital social, si en el Pacto Social o los Estatutos no se concediere ese derecho a acciones con menor representación.

De conformidad a lo establecido en la Ley N°18.046 sobre Sobre Sociedades Anónimas de Chile, el directorio deberá convocar la junta ordinaria o extraordinaria, según sea el caso, cuando así lo soliciten accionistas que representen, al menos, el 10% de las acciones emitidas con derecho a voto, expresando en la solicitud los asuntos a tratar en la junta.

También en México es el 10%, sin embargo, solo se necesita 1 sola acción, cuando no se han celebrado asambleas en dos ejercicios consecutivos, o no se hayan ocupado de:

- Discutir, aprobar o modificar el informe de los administradores,
- Nombrar al Administrador o Consejo de Administración y a los Comisarios; III.- Determinar los emolumentos correspondientes a los Administradores y Comisarios, cuando no hayan sido fijados en los estatutos. (Art 185) LGSM.

En Brasil, de acuerdo con el art. 123 de la Ley de Sociedades por Acciones, en el caso de las compañías cotizadas la convocatoria compete, por regla general, al consejo de administración aunque también se puede convocar por:

- cualquier accionista, cuando los directores retrasaren, por más de 60 días, la convocatoria en los casos requeridos por la ley o los estatutos;
- accionistas que representen un 5%, por lo menos, del capital, cuando los directores no atendieren, en ocho días, la solicitud de convocatoria de dichos accionistas, especificando los asuntos a tratar;
- accionistas que representen un 5%, por lo menos, de las acciones con derecho a voto, o el 5%, como mínimo, los accionistas sin derecho a voto cuando los directores no atendieren, en ocho días, la solicitud de convocatoria de asamblea para establecimiento del consejo de supervisión ("consejo fiscal").

En Argentina, tanto las Asambleas ordinarias como las extraordinarias deberán ser convocadas por el órgano de administración, sin perjuicio de que puede realizarla el síndico o los accionistas que representen al menos un 5% del capital social. Si el directorio o el síndico omite hacerlo, la convocatoria podrá hacerse por la autoridad de contralor o judicialmente.

De acuerdo con la Ley General de Sociedades del Perú, en el caso de sociedades anónimas abiertas²¹, es necesario tener el 5% de las acciones suscritas con derecho a voto y cuyos derechos políticos no se encuentran suspendidos, para solicitar la celebración de junta general al notario o al juez de domicilio de la sociedad.

21. De acuerdo al artículo 249 de la Ley General de Sociedades (LGS), una sociedad anónima es abierta cuando se cumpla uno a más de las siguientes condiciones: 1) Ha hecho oferta pública primaria de acciones u obligaciones convertibles en acciones; 2) Tiene más de 750 accionistas; 3) Más del 35% de su capital pertenece a 175 o más accionistas, sin considerar dentro de este número aquellos accionistas cuya tenencia accionaria individual no alcance al dos por mil del capital o exceda del 5% del capital; 4. Se constituya como tal; 5. Todos los accionistas con derecho a voto aprueban por unanimidad la adaptación a dicho régimen.

El artículo 117 de la LGS establece que cuando uno o más accionistas que representen no menos del 20% de las acciones suscritas con derecho a voto soliciten notarialmente la celebración de la junta general, el directorio debe publicar el aviso de convocatoria dentro de los quince días siguientes a la recepción de la solicitud respectiva, la que deberá indicar los asuntos que los solicitantes propongan tratar.

En España, los administradores deberán convocar la junta general cuando lo soliciten uno o varios socios que representen, al menos, el 3% del capital social en el caso de sociedades cotizadas²².

Finalmente, tal y como habíamos mencionado, en Portugal el accionista o accionistas de sociedades cotizadas que posean acciones correspondientes, por lo menos, al 2% del capital social pueden ejercer el derecho de requerir la convocatoria de asamblea general.

- **Asistir a la Asamblea o Junta General de Accionistas**

La asistencia de cualquier accionista —con independencia del número de acciones que posea—, su participación e intervención en la Asamblea o Junta de Accionistas²³ es un derecho fundamental reconocido en las legislaciones de Iberoamérica, generalmente desvinculado del derecho de voto²⁴. No obstante, aunque en España el derecho de asistencia a la Junta está reconocido a todos los accionistas, la legislación permite que en los estatutos de las sociedades cotizadas se pueda exigir la posesión de un número mínimo de acciones para asistir a la junta general sin que, en ningún caso, este número exigido pueda ser superior a 1.000 acciones²⁵. En el caso de que varios accionistas minoritarios no lleguen a reunir el número mínimo de acciones, y con el fin de evitar que estos vean anulado su derecho de asistencia, la ley española posibilita que varios accionistas minoritarios agrupen sus acciones de manera que puedan alcanzar el número de acciones exigidas.

22. Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo, ha reducido el porcentaje exigido del 5% al 3% en las sociedades cotizadas. Esta Ley, que incorpora las propuestas de modificaciones normativas planteadas por la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo, tiene como objetivo mejorar las prácticas en Gobierno Corporativo de las empresas, evitar situaciones abusivas por parte de los órganos de administración y, en definitiva, otorgar mayor control de los negocios a las juntas generales de accionistas.

23. En el capítulo siguiente se explicará el funcionamiento y competencias de las Juntas Generales de Accionistas.

24. Así en el art 62 de la Ley de Sociedades Anónimas de Chile podrán participar en las juntas con derecho a voz los titulares de acciones sin derecho a voto, así como los directores y gerentes que no sean accionistas.

25. Anteriormente a la entrada en vigor de la Ley 31/2014, el número exigido de acciones no podía ser superior al uno por mil del capital social. Mediante la reforma a la Ley de sociedades, se reduce significativamente las limitaciones de asistencia y se pretende incentivar la participación de los pequeños accionistas individuales.

No obstante, hay que mencionar que la mayoría de empresas cotizadas no tienen este tipo de restricciones de asistencia. De acuerdo con el Informe Anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35 elaborado por la CNMV, en 2013 se ha reducido al 45,7% (48,6% en 2012) el número de sociedades que tenían establecidos requisitos sobre el número mínimo de acciones para poder asistir a las juntas generales:

- En 8 sociedades el límite estaba situado entre 500 y 1.500 acciones.
- En 8 sociedades el número de acciones era inferior a 500.
- En las 19 restantes no tenían ninguna restricción estatutaria de esta naturaleza.

En todas las normas analizadas en este trabajo tienen la calidad de accionista el inscrito en el registro de accionistas de la sociedad en un periodo determinado, exigiéndose determinadas formalidades para su acreditación.

Así en Argentina, para asistir a la Asamblea la forma de acreditación de la calidad de accionista se realiza mediante un certificado de depósito o constancia de las cuentas de acciones escriturales librado al efecto por un Banco o Caja de Valores (art. 238 LSC). Los presentes en la Asamblea firmarán el libro de Asistencia dejando constancia de sus domicilios, documentos de identidad y número de votos que les corresponda.

En Perú pueden asistir a la Junta General y ejercer sus derechos los titulares de acciones con derecho a voto que figuren inscritas a su nombre en la matrícula de acciones, con una anticipación no menor de 2 días a su celebración (Artículo 121 de la LGS).

En Chile, solamente podrán participar en las juntas y ejercer sus derechos de voz y voto, los titulares de acciones inscritas en el Registro de Accionistas con cinco días de anticipación a aquel en que haya de celebrarse la respectiva junta.

Para concurrir a las juntas generales en Bolivia, los propietarios de títulos nominativos deben estar debidamente registrados en el libro de la sociedad. Los accionistas con títulos al portador deberán depositar en la sociedad con tres días de anticipación por lo menos, los títulos de sus acciones, o un certificado acreditando que están depositados en una institución bancaria. La sociedad les otorgará los comprobantes de recibo para participar en la reunión. Asimismo se dispondrá la suspensión del registro de transmisiones desde el día de la última.

En el Salvador, de acuerdo a la ley que rige esta materia, a la fecha de una junta general de accionistas, el emisor considerará como accionistas a las personas que, el día hábil anterior, aparezca en el Registro Electrónico de Accionistas²⁶.

En el procedimiento previo a la instalación de la Junta en Ecuador el Secretario de la Asamblea tomará la lista de asistentes e incluirá en ella a los tenedores de las acciones que consten como tales en el Libro de Acciones y Accionista, anotará los nombres de los accionistas presentes y representados.

Para la acreditación de asistencia de un accionista en Colombia, éste debe presentar su documento de identificación y al inicio de la reunión el secretario elegido en la misma deberá llamar a lista de los socios con el fin de verificar la asistencia personal

26. Acreditación de participaciones en el capital de sociedades comerciales a través de anotaciones electrónicas de valores en cuenta es de carácter obligatorio para los valores negociables en bolsa.

o por representación de éstos; en caso de que el socio sea persona jurídica, deberá acreditar ser el representante legal o apoderado de éste junto con la certificación de la Cámara de Comercio en la que conste su inscripción como tal.

En Portugal, las sociedades cotizadas, tienen derecho a participar en la Asamblea General quien, conste en el registro correspondiente el 5º día de negociación anterior a la celebración de la Asamblea, sea titular de acciones que le confieran de acuerdo a la ley o los estatutos de la sociedad, al menos, 1 voto. Quienes deseen participar en la Asamblea general del emisor de acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, declara por escrito al presidente de la junta general y al intermediario financiero donde la cuenta de registro individual este abierta, a más tardar hasta el día antes de la fecha de registro, y puede utilizar el correo electrónico. El intermediario financiero, informado de la intención de su cliente de participar en la junta general de la entidad emisora de las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, envía el presidente de la asamblea general la información sobre el número de acciones registradas a nombre de su cliente, con referencia a la fecha de registro, y puede hacerlo a través del correo electrónico. Los accionistas sin derecho a voto y los tenedores de bonos podrán asistir a las juntas generales y participar en la discusión de las cuestiones que figuran en el orden del día si los estatutos de la sociedad no disponen lo contrario.

En algunas jurisdicciones de este Estudio²⁷, y con el fin de promover la participación de los accionistas minoritarios en las Asambleas o Juntas, se ha previsto en sus normas la utilización de medios a distancia para ejercer sus derechos.

Así en Perú, de acuerdo con art 21-A de la Ley General de Sociedades, los accionistas o socios podrán para efectos de la determinación del quórum, así como para la respectiva votación y adopción de acuerdos, ejercer el derecho de voto por medio electrónico siempre que éste cuente con firma digital²⁸ o por medio postal a cuyo efecto se requiere

27. Si bien hasta el momento en pocos países se ha puesto en práctica, la tendencia hacia una mayor participación de inversores extranjeros en los mercados de valores iberoamericanos, promoverá la necesidad de contar con asambleas en forma virtual.

En Brasil, la Ley de Sociedades por Acciones admite la posibilidad de que los accionistas de las empresas abiertas participen y voten en distancia en las Asambleas Generales. Esta posibilidad, sin embargo, aún está siendo estructurada y regulada en el ámbito de la CVM.

En México, el Código de Comercio en sus artículos 48, 80, y 89 a 114, así como el Código Civil Federal en sus artículos 1803, 1805, 1811, 1834 Bis, consideran el uso de medios electrónicos, como vehículo de manifestación de la voluntad y los requisitos técnicos y tecnológicos para concederle validez. Por lo tanto legalmente los accionistas pueden participar a través del uso de medios electrónicos para manifestar y hacer valer sus derechos.

En Portugal, salvo que se disponga lo contrario en el estatuto de la sociedad, las Asambleas pueden realizarse por medios telemáticos. La sociedad es responsable de la seguridad de las comunicaciones y de la autenticidad procediendo al registro del su contenido y de las respectivas intervenciones.

28. Cabe indicar que el artículo 3 de la Ley N° 27269, Ley de Firmas y Certificados Digitales, señala que "la firma digital es aquella firma electrónica que utiliza una técnica de criptografía asimétrica, basada en el uso

contar con firmas legalizadas. Cabe indicar que la LGS hace hincapié que cuando la sociedad aplique estas formas de voto deberá garantizar el respeto al derecho de intervención de cada accionista o socio, siendo responsabilidad del presidente de la junta el cumplimiento de dicha disposición.

En España, la participación en la junta general y el voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día de cualquier clase de junta general podrán delegarse o ejercitarse directamente por el accionista mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia²⁹, en los términos que establezcan los estatutos de la sociedad, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que participa o vota y la seguridad de las comunicaciones electrónicas. De conformidad con lo que se disponga en los estatutos, el reglamento de la junta general podrá regular el ejercicio a distancia de tales derechos incluyendo, en especial, alguna o todas las formas siguientes:

- a) La transmisión en tiempo real de la junta general.
- b) La comunicación bidireccional en tiempo real para que los accionistas puedan dirigirse a la junta general desde un lugar distinto al de su celebración.
- c) Un mecanismo para ejercer el voto antes o durante la junta general sin necesidad de nombrar a un representante que esté físicamente presente en la junta.

Por su parte, mediante la Norma de Carácter General 273, de 13 de enero de 2010, la SVS de Chile autorizó a las sociedades anónimas abiertas establecer sistemas que permitan el voto por medio electrónicos y a distancia, sin embargo en la práctica no son utilizados.

Sin duda, los medios electrónicos contribuyen a facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas minoritarios, aunque la tecnología por sí misma no asegura el aumento de la participación del accionista.

- **Designar representante en la Asamblea o Junta General**

La asistencia física del accionista puede verse dificultada por muchas razones, de ahí que en las legislaciones analizadas se regule el derecho de representación³⁰.

de un par de claves único; asociadas una clave privada y una clave pública relacionadas matemáticamente entre sí, de tal forma que las personas que conocen la clave pública no puedan derivar de ella la clave privada".

29. En 2013, los accionistas de 25 sociedades del Ibex (un 71,4% del total) utilizaron el voto a distancia.

30. A nivel europeo, la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, tiene como finalidad remover los obstáculos que dificultan el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto mediante la ampliación de la transparencia, el ejercicio del derecho de voto a través de la representación y la posibilidad de participar en las Juntas Generales por medio de la representación. La supresión de estos obstáculos también

Así en la LSC de Argentina se establece como principio general la posibilidad de actuación por mandatario. En Bolivia, los accionistas pueden ser representados en las juntas generales por otro accionista o por persona extraña a la sociedad. A falta de norma estatutaria que regule la forma de constituir representantes, ésta se hará por escrito.

Los requisitos de representación se establecen en las legislaciones analizadas como medio de protección de los accionistas minoritarios ante conflictos de interés que puedan surgir con el representante, establecidos de manera especial cuando los accionistas son objeto de solicitudes de representación masivas.

Con respecto a Brasil, un accionista podrá hacerse representar en la asamblea general por sus representantes legales o por procurador constituido menos de un año antes y que sea accionista, administrador de la compañía, abogado o institución financiera. En Chile, los accionistas podrán hacerse representar en las juntas por medio de otra persona, aunque ésta no sea accionista. La representación deberá conferirse por escrito, por el total de las acciones de las cuales el mandante sea titular.

De acuerdo con el Código de Comercio de Costa Rica, en su Sección V de las Asambleas de Accionistas, los accionistas pueden hacerse representar en las asambleas por apoderado general o por carta-poder otorgada a cualquier persona, sea socia o no.

En Colombia, todo accionista podrá hacerse representar mediante poder otorgado por escrito en el que se indique el nombre del apoderado y si tiene la facultad de sustituir el mismo, indicando la fecha de la reunión o reuniones para las cuales se confiere y con el lleno de los requisitos que se señalen en los estatutos sociales. Con la Ley 527 de 1999, se ampliaron los medios a través de los cuales se puede hacer llegar el poder, permite que sea a través de mensaje de datos si la información que éste contiene es accesible para su posterior consulta.

De acuerdo al Código de Comercio de El Salvador, los accionistas podrán hacerse representar en las asambleas por otro accionista o por persona extraña a la sociedad. Esta representación deberá conferirse en la forma que prescriba el pacto social y, a falta de estipulación, por simple carta. Como limitante de esta facultad, se prohíbe que los administradores o auditores de la sociedad puedan fungir como representantes de los accionistas; de igual forma, una misma persona no podrá representar más

favorece a los accionistas residentes que no deseen o no puedan asistir a la Junta general. La Directiva sobre derechos de socios se dirige, fundamentalmente, a la eliminación de las barreras que puedan suponer una traba a la participación de los accionistas en las sociedades cotizadas, de manera que se haga posible que tanto los inversores extranjeros como los nacionales puedan ejercitar los derechos de socio en las mismas condiciones.

de la cuarta parte del capital social, salvo sus propias acciones y las de aquellas personas de quienes sea representante legal.

En Panamá, los accionistas pueden hacerse representar por mandatario, que no necesita ser accionista, y que podrá ser nombrado por documento público o privado, con o sin cláusula de sustitución (artículo 48 de la Ley de Sociedades Anónimas).

En España todo accionista que tenga derecho de asistencia podrá hacerse representar en la junta general por medio de otra persona, aunque ésta no sea accionista. Los estatutos podrán limitar esta facultad. Las cláusulas estatutarias que limiten el derecho del accionista a hacerse representar por cualquier persona en las juntas generales serán nulas. No obstante, los estatutos podrán prohibir la sustitución del representante por un tercero, sin perjuicio de la designación de una persona física cuando el representante sea una persona jurídica. El representante podrá tener la representación de más de un accionista sin limitación en cuanto al número de accionistas representados. Cuando un representante tenga representaciones de varios accionistas, podrá emitir votos de signo distinto en función de las instrucciones dadas por cada accionista. La cuestión del conflicto de intereses en el ejercicio del derecho de voto por el representante se regula en el art 523 de Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital³¹, como medio de protección a aquellos accionistas que son objeto de solicitudes de representación masivas.

En Perú todo accionista con derecho a participar en las juntas generales puede hacerse representar por otra persona. El estatuto de la sociedad puede limitar esta facultad, reservando la representación a favor de otro accionista, o de un director o gerente (Art. 122 de la LGS). A diferencia de otras legislaciones que no cuentan con esta restricción, la regulación peruana exige que la representación conste por escrito y con carácter especial para cada junta general, salvo que se trate de poderes otorgados por escritura pública. Asimismo, los poderes deben ser registrados ante la sociedad con una anticipación no menor de veinticuatro horas a la hora fijada para la celebración de la junta general.

En Portugal, el accionista de una sociedad cotizada puede, para cada Asamblea General, nombrar a diferentes representantes de las acciones mantenidas en diferentes cuentas de valores. Los estatutos no pueden impedir la representación de

31. Mediante la que se incorpora la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. Por su parte la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo, clarifica la delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias que podrán fraccionar el voto y ejercerlo en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes que hayan recibido.

los accionistas que entregan al presidente de la junta general el documento de la representación en el plazo establecido por la ley (artículo 23 b 3), y para ello pueden utilizar el correo electrónico. Los estatutos no podrán prohibir o restringir la participación de los accionistas en la junta general a través de representantes. Como instrumento de representación voluntaria, basta un documento escrito firmado dirigido al presidente que serán archivados en la sociedad por el período de obligatorio de conservación de documentos.

En República Dominicana, cada accionista podrá hacerse representar en la asamblea por otro accionista, su cónyuge o un tercero. El ejercicio de esta facultad podrá ser limitado por los estatutos sociales.

En Uruguay, los accionistas podrán hacerse representar en las asambleas. No podrán ser mandatarios los administradores, directores, síndicos, integrantes de la comisión fiscal, gerentes y demás empleados de la sociedad. Será suficiente el otorgamiento del mandato en instrumento privado, con la firma certificada notarialmente. Podrá ser otorgado mediante simple carta poder sin firma certificada, cuando sea especial para una asamblea. Todo, salvo disposición contraria del contrato social (artículos 340 a 351 de la Ley 16060).

- **Derecho de veto de modificaciones estatutarias perjudiciales o que impliquen nuevas obligaciones**

Se trata de medidas de protección ante ciertas modificaciones estatutarias, y tratan de compensar eventuales perjuicios derivados de un cambio estatutario acordado por mayoría. El aumento y la reducción del capital social constituyen supuestos de modificación de estatutos a los que las legislaciones prestan atención especial.

En España, cualquier modificación de los estatutos que implique nuevas obligaciones para los accionistas requerirá el consentimiento de los afectados (arts. 291 LSC), de forma que no puede efectuarse la modificación por acuerdo mayoritario de la Junta, sino que tal acuerdo ha de ser aprobado por todos los socios que formen la sociedad y les afecte directamente. Así en el caso del aumento de capital elevando el valor nominal de las acciones se requerirá el consentimiento de cada accionista, salvo que se haga íntegramente con cargo a reservas o beneficios de la sociedad. (Arts. 291 y 296).

Además, para la validez de una modificación estatutaria que afecte a los derechos de una clase o categoría de acciones se requiere, además del acuerdo de la junta general adoptado, un acuerdo específico, adoptado por mayoría de los accionistas que integran la clase afectada. Este segundo acuerdo puede alcanzarse mediante una junta especial (a la que solo asisten los accionistas de la categoría en cuestión) o bien en

una votación separada de estos accionistas en el seno de la junta general (art. 293 LSC³²).

De acuerdo al Código de Comercio de Honduras, los accionistas podrán pedir la nulidad de los acuerdos de las asambleas siempre que se satisfagan los siguientes requisitos:

- Que la demanda señale la cláusula de la escritura social o el precepto legal infringido y el concepto de la violación;
- Que el socio o socios que impugnen no hayan concurrido a la asamblea o hayan dado su voto en contra de la resolución;
- Que la demanda se presente dentro del mes siguiente a la fecha de la clausura de la asamblea.

No podrá formularse impugnación judicial contra las resoluciones relativas a la responsabilidad de los administradores o de los comisarios.

- **Solicitar presencia de Fedatario Público en la Asamblea**

Se han encontrado pocas referencias a este derecho en las legislaciones analizadas en este Estudio. De acuerdo al art. 138 de la LGS, en Perú la Junta se llevara a cabo en presencia de notario si media solicitud presentada no menos de 48 horas antes de celebrarse la junta general, por accionistas que representen cuando menos el 20% de las acciones suscritas con derecho a voto. El notario certificara la autenticidad de los acuerdos adoptados por la junta.

En España, los administradores podrán requerir la presencia de notario para que levante acta de la junta general y estarán obligados a hacerlo siempre que, con cinco días de antelación al previsto para la celebración de la junta, lo soliciten accionistas que representen, al menos, el 1% del capital social en la sociedad anónima. En este caso, los acuerdos sólo serán eficaces si constan en acta notarial. El acta notarial no se someterá a trámite de aprobación, tendrá la consideración de acta de la junta y los acuerdos que consten en ella podrán ejecutarse a partir de la fecha de su cierre.

32. De acuerdo con la Ley 31/2014 cuando la modificación solo afecte a una parte de las acciones pertenecientes a la misma y, en su caso, única clase y suponga un trato discriminatorio entre ellas, se considerará que constituyen clases independientes las acciones afectadas y las no afectadas por la modificación; siendo preciso, por tanto, el acuerdo separado de cada una de ellas. Se reputará que entraña trato discriminatorio cualquier modificación que, en el plano sustancial, tenga un impacto, económico o político, claramente asimétrico en unas y otras acciones o en sus titulares.

- Solicitar la inclusión de puntos del orden del día o de propuestas sobre puntos del orden del día, y su publicidad formal

En las legislaciones que incluyen específicamente este derecho, los requisitos mínimos para ejercerlo son coincidentes con los de la solicitud de la convocatoria de la Asamblea o la Junta General³³.

En efecto, de acuerdo con el artículo 378 del Código de Sociedades Comerciales, en Portugal los accionistas que posean el 2% del capital social, pueden introducir puntos a debatir, en la agenda de las Juntas Generales dirigiendo un escrito al Presidente de la mesa de la Asamblea en los 5 días siguientes a la última publicación de la convocatoria.

En España conforme a lo dispuesto en el artículo 519 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, los accionistas que representen, al menos, el 3% del capital social³⁴, podrán: (i) solicitar que se publique un complemento a la convocatoria de las Juntas Generales de Accionistas ordinarias (en ningún caso en las Juntas Generales extraordinarias), incluyendo uno o más puntos en el orden del día siempre que los nuevos puntos vayan acompañados de una justificación o, en su caso, de una propuesta de acuerdo justificada; y (ii) presentar propuestas fundamentadas de acuerdo sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día de cualquier Junta General de Accionistas, sea ordinaria o extraordinaria.

Por otra parte, en Perú si bien la Ley General de Sociedades no establece un porcentaje mínimo de capital, ni número de acciones para que los accionistas ejerzan el derecho de inclusión de asuntos en la convocatoria de Junta General de Accionistas, en el Código de Buen Gobierno, en su Principio 11, recomienda que las sociedades incluyan en su Reglamento de Junta General de Accionistas mecanismos que permitan a los accionistas ejercer el derecho de formular propuestas de puntos de agenda a discutir en la Junta General de Accionistas.

Tanto en la legislación de Panamá como en la brasileña no se contemplan disposiciones relacionadas con la inclusión de puntos en el Orden del Día de la Junta o de Asamblea.

33. En Bolivia, los accionistas que tengan derecho a pedir convocatoria a Junta General – esto es los que representen por lo menos el 20% del capital social si los estatutos no fijan una representación menor – tendrán también el derecho a pedir la inclusión de determinados asuntos en el Orden del Día.

34. El ejercicio de este derecho deberá efectuarse mediante notificación fehaciente, que habrá de recibirse en el domicilio social de la empresa dentro de los cinco días siguientes a la publicación de la convocatoria. El complemento deberá publicarse, como mínimo, con quince días de antelación a la fecha establecida para la reunión de la junta. La falta de publicación en plazo del complemento será causa de impugnación de la junta.

b) Derechos de información

La información se ha transformado en un instrumento fundamental en el Gobierno Corporativo de las sociedades, tal y como se ha expuesto en el capítulo anterior. A través de la información que proporcionan los administradores de las empresas, el accionista minoritario toma conciencia del estado de los negocios sociales, puede valorar la gestión realizada, y le permite pronunciarse en las deliberaciones sociales.

Por tanto, este derecho tiene que ser ejercido por los accionistas con la intención de tener elementos de juicio para tomar decisiones, participar en las juntas o ejercer otro derecho que confiera la normativa, siempre bajo los principios de la buena fe.

Con el fin de fortalecer el derecho de los accionistas minoritarios a recibir comunicaciones oportunas, y corregir así la asimetría en el nivel de información con respecto a los mayoritarios, en las legislaciones iberoamericanas se han introducido diversas medidas para asegurar la correcta transmisión de la información por parte las sociedades cotizadas y a mejorar el acceso a ellas por parte de los accionistas, tal y como veremos a continuación.

- **Información pública de la Junta General en la web de la sociedad u otro medio, respecto al: Anuncio íntegro de la convocatoria; Número total de acciones y derechos de voto; Informes de administradores, auditores, expertos independientes, peritos, etc; Propuestas de acuerdos de los administradores y otros accionistas; Requisitos para voto a distancia y/o representación**

El accionista tiene derecho a la puesta a disposición de los documentos necesarios para tomar parte en la Junta o Asamblea General, y en el caso de sociedades cotizadas, generalmente se exige que la información se encuentre en el sitio web de la sociedad.

Así en Chile, de conformidad a lo establecido en el artículo 54 de la LSA, la memoria, balance, actas, libros e informes de los auditores externos, deberán estar a disposición de los accionistas para su consulta en la oficina de la administración de la sociedad durante los 15 días anteriores a la fecha señalada para la junta de accionistas. Tratándose de sociedades anónimas abiertas, la documentación señalada precedentemente también deberá estar disponible en el sitio de internet de la sociedad, en caso de contar con uno.

Con respecto a la convocatoria de la Junta, en las sociedades anónimas abiertas además de la publicación de un aviso destacado por tres veces en días distintos en el periódico del domicilio social o en el Diario Oficial, deberá enviarse una citación por correo a cada accionista con una anticipación mínima de quince días a la fecha de la

celebración de la junta, que deberá contener una referencia a las materias a ser tratadas en ella e indicación de la forma de obtener copias íntegras de los documentos que fundamentan las diversas opciones sometidas a su voto. Dichos documentos deberán además ponerse a disposición de los accionistas en el sitio en Internet de las sociedades que dispongan de tales medios.

Además, la NCG N°30 dispone que los informes periciales requeridos, para efectos de fusión de sociedades o de aportes en bienes en aumentos de capital, así como también los informes de evaluadores independientes con motivo del Título XVI de la LSA sobre las operaciones con partes relacionadas, deben ser dispuestos a los accionistas con anticipación a las juntas respectivas en el sitio web de las sociedades (si lo dispone) y en sus oficinas sociales, además de ser enviados a la SVS.

Finalmente, la Norma de Carácter General N° 273, de fecha 13 de enero de 2010, regula sistemas de votación en juntas de accionistas, emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros instruye para el caso de votación a distancia³⁵ que en la práctica no han sido utilizados.

En España, la difusión del anuncio de convocatoria se hará utilizando, al menos, los siguientes medios:

- El "Boletín Oficial del Registro Mercantil" o uno de los diarios de mayor circulación en España.
- La página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- La página web de la sociedad convocante³⁶.

35. En Chile las sociedades anónimas abiertas podrán, como parte de los sistemas autorizados de votación, contemplar mecanismos electrónicos de votación a distancia, siempre que estos cumplan los principios de autenticación, control de acceso, confidencialidad, integridad y no repudio a que se refiere la Norma de Carácter General N° 114". Así, para los efectos de implementar el voto a distancia, la entidad interesada debiese presentar una solicitud a la Superintendencia por la cual se requiriese la autorización de utilizar un sistema determinado para la materialización del voto a distancia.

36. De acuerdo con el artículo 518 de la Ley 31/2014, desde la publicación del anuncio de convocatoria y hasta la celebración de la junta general, la sociedad deberá publicar ininterrumpidamente en su página web, al menos, la siguiente información:

- a) El anuncio de la convocatoria.
- b) El número total de acciones y derechos de voto en la fecha de la convocatoria, desglosados por clases de acciones, si existieran.
- c) Los documentos que deban ser objeto de presentación a la junta general y, en particular, los informes de administradores, auditores de cuentas y expertos independientes.
- d) Los textos completos de las propuestas de acuerdo sobre todos y cada uno de los puntos del orden del día o, en relación con aquellos puntos de carácter meramente informativo, un informe de los órganos competentes comentando cada uno de dichos puntos. A medida que se reciban, se incluirán también las propuestas de acuerdo presentadas por los accionistas.

Además, el anuncio deberá contener una información clara y exacta de los trámites que los accionistas deberán seguir para participar y emitir su voto en la junta general, incluyendo, en particular, los siguientes extremos:

- a) El derecho a solicitar información, a incluir puntos en el orden del día y a presentar propuestas de acuerdo, así como el plazo de ejercicio. Cuando se haga constar que en la página web de la sociedad se puede obtener información más detallada sobre tales derechos, el anuncio podrá limitarse a indicar el plazo de ejercicio.
- b) El sistema para la emisión de voto por representación, con especial indicación de los formularios que deban utilizarse para la delegación de voto y de los medios que deban emplearse para que la sociedad pueda aceptar una notificación por vía electrónica de las representaciones conferidas.
- c) Los procedimientos establecidos para la emisión del voto a distancia, sea por correo o por medios electrónicos.

La reforma de la Ley de Sociedades de Capital de 2011 introdujo la obligación para las sociedades anónimas cotizadas de disponer de una página web en la que se publique toda la documentación relativa a la organización y funcionamiento de las juntas generales con suficiente antelación, así como los acuerdos adoptados. También deben habilitar un Foro Electrónico de Accionistas, con el fin de facilitar la comunicación de los accionistas con anterioridad a la celebración de las juntas generales. A través de este foro los accionistas pueden publicar propuestas al orden del día, adherirse a las mismas o llevar a cabo iniciativas para alcanzar el porcentaje necesario para ejercer un derecho de minoría.

En Argentina, la LSC determina que la forma de convocatoria para las Sociedades que hacen oferta pública de títulos valores será a través del diario de publicaciones legales (Boletín Oficial) y uno de los diarios de mayor circulación general de la Argentina. Se publicará durante cinco días con no menos de diez de anticipación y no más de treinta. Deberá mencionarse el carácter de la Asamblea, fecha, hora y lugar de reunión, orden del día y los recaudos que pudiera exigir el Estatuto para la concurrencia de accionistas. Los emisores deben remitir a la CNV una nota informando de la

-
- e) En el caso de nombramiento, ratificación o reelección de miembros del consejo de administración, la identidad, el currículum y la categoría a la que pertenezca cada uno de ellos, así como la propuesta e informes a que se refiere el artículo 529 decies. Si se tratase de persona jurídica, la información deberá incluir la correspondiente a la persona física que se vaya a nombrar para el ejercicio permanente de las funciones propias del cargo.
 - f) Los formularios que deberán utilizarse para el voto por representación y a distancia, salvo cuando sean enviados directamente por la sociedad a cada accionista. En el caso de que no puedan publicarse en la página web por causas técnicas, la sociedad deberá indicar en ésta cómo obtener los formularios en papel, que deberá enviar a todo accionista que lo solicite

decisión de convocar a la Asamblea, y publicarla como hecho relevante, a través de la AIF. Dentro de los dos días de celebrada la reunión de Directorio que decide la convocatoria, deberá ser ingresada por dicho medio electrónico el acta correspondiente. En forma simultánea a la primera publicación de los Edictos de Convocatoria, se debe remitir el texto de la misma, y dentro de los dos días de realizada la última publicación, debe acompañar en soporte papel las constancias respectivas.

Como regla general, en Brasil la convocatoria de la Asamblea General deberá hacerse mediante anuncio publicado durante 3 veces por lo menos, incluyendo, además de la ubicación, la fecha y hora de la reunión, el orden del día, y, en el caso de modificación de los estatutos, indicación de materia. La ICVM 481 determinó que la convocatoria debe enumerar expresamente en el orden del día todos los asuntos que se discutirán en la reunión. El uso de la expresión "Asuntos Generales" está prohibido. La publicación de la convocatoria se hará por el diario oficial de la Unión o del Estado o del Distrito Federal, y en otro diario de circulación general en la localidad en la que se encuentra la sede de la empresa. En el caso de las compañías cotizadas, el primer anuncio de la convocatoria de una junta general se publicará (i) de los quince (15) días de antelación, en el caso de la primera llamada, o (ii) con ocho (8) días de anticipación si es la segunda llamada. El aviso de la asamblea general también podrá ser divulgado a través del sistema electrónico disponible en el sitio web de la CVM de los quince (15) días antes de la fecha fijada para la realización de la reunión o en el mismo día de su primera publicación, lo que ocurra primero. Además, la ICVM 480 establece que deben ser difundidos a través del sistema electrónico disponible en el sitio web de la CVM, todos los documentos necesarios para el ejercicio del derecho de voto en las asambleas generales, tanto ordinarias como extraordinarias. En el caso de las compañías con acciones que cotizan en una bolsa de valores, los documentos puestos a disposición de los accionistas para resolución de la asamblea deberán ser enviados a la bolsa en la que sus acciones más se negocian, en la fecha de publicación del anuncio de convocatoria.

En el caso de las asambleas generales ordinarias, la Ley de Sociedades por Acciones determina que debe publicarse 1 mes antes de la fecha fijada para la realización de la reunión, un aviso informando que están a disposición de los accionistas:

- I. el informe de gestión de negocios de la Compañía y los principales hechos administrativos del año anterior;
- II. una copia de los estados financieros;
- III. la opinión de los auditores independientes, si aplicable;
- IV. la opinión del consejo de supervisión, incluyendo los votos disidente, si los hubiere; y
- V. otros documentos pertinentes a asuntos de la agenda.

Dicha notificación deberá indicar también el lugar donde los accionistas podrán obtener copias de los documentos. Se observa que los enumerados en los puntos I a III se publicarán al menos 5 días antes de la fecha fijada para la asamblea general. Además se publicará en el sitio web de la CVM hasta 1 mes antes de la fecha fijada para la realización de la asamblea general ordinaria o el mismo día de su publicación, lo que ocurra primero. En el mismo sistema, deben ser divulgados todos los documentos necesarios para el ejercicio del derecho de voto en las asambleas generales ordinarias, así como los documentos anteriormente mencionados, así como los siguientes:

- a) comentarios de los administradores respecto a la situación financiera de la empresa;
- b) formulario de estados financieros estandarizados-DFP;
- c) proposición para la asignación de los beneficios netos que contenga al menos la información indicada en el Anexo II-1.9 de la Instrucción CVM 481; y
- d) la opinión del comité de auditoría, si instituido.

En Colombia, para las entidades que negocien sus acciones en el mercado público de valores, en cuya reunión se pretenda discutir sobre el aumento del capital o la disminución del capital suscrito, éste debe incluirse dentro de la convocatoria, al igual que el punto referente al proyecto de fusión o escisión, transformación o cancelación de la inscripción, so pena de que la decisión tomada sin este requisito sea ineficaz. De igual forma, para la entidades que cotizan sus acciones en el mercado público de valores y que pretendan realizar la cancelación de la inscripción de las mismas, deben informarle mediante aviso en las páginas económicas de 2 diarios de amplia circulación nacional en un término no menor de 15 días hábiles a la fecha de la celebración de la asamblea, junto con la indicación de advertencia del derecho de retiro que pueden ejercer los socios, de acuerdo al artículo 1.1.2.24 del Decreto 3139 de 2006.

- **Solicitar con antelación a la celebración de la Junta informes o aclaraciones sobre puntos del orden del día.**

Los accionistas deben contar con la oportunidad de solicitar con anterioridad a la Junta General o durante el curso de la misma los informes o aclaraciones que estimen necesarios acerca de los puntos de la agenda.

En España, el ejercicio del derecho de información de los accionistas se rige por lo previsto en el artículo 197³⁷ de la Ley de Sociedades de Capital, si bien en el caso de

37. Artículo 197. Derecho de información en la sociedad anónima.

1. Hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta, los accionistas podrán solicitar de los administradores las informaciones o aclaraciones que estimen precisas acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día, o formular por escrito las preguntas que consideren pertinentes.

empresas cotizadas las solicitudes de informaciones o aclaraciones o la formulación por escrito de preguntas se podrán realizar hasta el quinto día anterior al previsto para la celebración de la junta. Además, los accionistas podrán solicitar a los administradores, por escrito y dentro del mismo plazo o verbalmente durante la celebración de la junta, las aclaraciones que estimen precisas acerca de la información accesible al público que la sociedad hubiera facilitado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores desde la celebración de la última junta general y acerca del informe del auditor. Las solicitudes válidas de informaciones, aclaraciones o preguntas realizadas por escrito y las contestaciones facilitadas por escrito por los administradores se incluirán en la página web de la sociedad. Además, cuando con anterioridad a la formulación de una pregunta concreta, la información solicitada esté disponible de manera clara, expresa y directa para todos los accionistas en la página web de la sociedad bajo el formato pregunta-respuesta, los administradores podrán limitar su contestación a remitirse a la información facilitada en dicho formato (art. 520).

Por lo que respecta a Perú, los accionistas pueden solicitar con anterioridad a la junta general o durante el curso de la misma los informes o aclaraciones que estimen necesarios acerca de los asuntos comprendidos en la convocatoria. El directorio está obligado a proporcionárselos, salvo en los casos en que juzgue que la difusión de los datos solicitados perjudique el interés social. Esta excepción no procede cuando la solicitud sea formulada por accionistas presentes en la junta que representen al menos el 25% de las acciones suscritas con derecho a voto.

En Colombia, con respecto al derecho de inspección, los administradores permitirán el ejercicio del derecho de inspección a los accionistas o a sus representantes durante

Los administradores estarán obligados a facilitar la información por escrito hasta el día de la celebración de la junta general.

- 2. Durante la celebración de la junta general, los accionistas de la sociedad podrán solicitar verbalmente las informaciones o aclaraciones que consideren convenientes acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día. Si el derecho del accionista no se pudiera satisfacer en ese momento, los administradores estarán obligados a facilitar la información solicitada por escrito, dentro de los siete días siguientes al de la terminación de la junta.*
- 3. Los administradores estarán obligados a proporcionar la información solicitada al amparo de los dos apartados anteriores, salvo que esa información sea innecesaria para la tutela de los derechos del socio, o existan razones objetivas para considerar que podría utilizarse para fines extrasociales o su publicidad perjudique a la sociedad o a las sociedades vinculadas.*
- 4. La información solicitada no podrá denegarse cuando la solicitud esté apoyada por accionistas que representen, al menos, el veinticinco por ciento del capital social. Los estatutos podrán fijar un porcentaje menor, siempre que sea superior al cinco por ciento del capital social.*
- 5. La vulneración del derecho de información previsto en el apartado 2 solo facultará al accionista para exigir el cumplimiento de la obligación de información y los daños y perjuicios que se le hayan podido causar, pero no será causa de impugnación de la junta general.*
- 6. En el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, el socio será responsable de los daños y perjuicios causados.*

los quince días hábiles anteriores a la reunión. Dicho derecho se realiza sobre los libros y papeles de la sociedad en las oficinas de la administración del domicilio principal de la sociedad. En caso de que se presente alguna controversia respecto a este derecho, éste debe ser resuelto por la Superintendencia Financiera de Colombia.

De conformidad con la Ley 6.404 de 1976, en Brasil los documentos relacionados a los temas abordados en las Asambleas Generales Ordinarias (informes de administración sobre temas societarios y los principales actos administrativos del ejercicio transcurrido; la copia de las memorias financieras; opinión de los auditores independientes, dictamen del consejo fiscal, incluyendo los eventuales votos disidentes, y otros documentos pertinentes a los asuntos del orden del día) deben estar a disposición de los accionistas hasta un mes antes de la fecha fijada para la celebración de dicha junta. Además, la empresa debe enviar copias de la documentación a los accionistas que así lo soliciten.

c) Nombramientos y destitución de los administradores

- **Derecho a designar Consejeros**

Generalmente se trata de un derecho de representación proporcional a su participación en el capital social de las empresas. Así los accionistas, uno solo o agrupados, pueden elegir de forma proporcional a su participación en el capital, el número de administradores que corresponda, salvo que exista alguna restricción en los estatutos al respecto. Así es en Bolivia, donde los accionistas minoritarios que representen por lo menos el 20% del capital social con derecho a voto, tienen derecho a designar un tercio de los directores o, en su caso, la proporción inferior a este tercio; y en México, donde la Ley del Mercado de Valores establece que la posesión del 10% de las acciones con derecho a voto, incluso limitado o restringido, da derecho a designar a un miembro del Consejo.

Ahora bien, en Chile este porcentaje de capital requerido a los accionistas para poder designar a un consejero o director, dependerá del número de directores que tenga la entidad³⁸. Así en las sociedades anónimas abiertas, se requeriría un mínimo de 16,7% para poder elegir un director, en caso de que ésta cuente con un directorio compuesto por 5 directores.

38. Según lo dispuesto en el inciso tercero del artículo 31 de la LSA, el directorio de las sociedades anónimas cerradas no podrá estar integrado por menos de 3 directores y en el caso de las sociedades anónimas abiertas, por menos de 5. Sin embargo —y de conformidad al inciso cuarto del artículo anterior— si la sociedad debe designar a lo menos un director independiente y constituir el comité al que se refiere el artículo 50 BIS de la LSA, deberá tener un mínimo de 7 directores. Las cantidades anteriormente señaladas, son los mínimos establecidos en la LSA, por lo que en los estatutos sociales se pueden establecer directorios compuestos por un número mayor de integrantes.

Por su parte en España, la Ley de Sociedades de Capital, en su art. 243, establece que los accionistas que ostenten —por si mismos o agrupados— una cifra de capital social igual o superior al cociente resultante de dividir la cifra de capital social entre el número de consejeros, tendrán derecho a designar a tantos consejeros como número de veces las acciones agrupadas superen dicho cociente.

En la Ley General de Sociedades de Panamá establece en su artículo 48 que es en el pacto social de las sociedades donde se dispone para la elección de los miembros de la Junta Directiva, que los accionistas tengan un número de votos igual al número de acciones que le correspondan multiplicado por el número de Directores a elegir. Los accionistas podrán dar todos sus votos a favor de un solo candidato, o distribuirlos entre el número total de directores o como lo crean conveniente.

La elección de los directores en Perú se realiza mediante el voto acumulativo, de acuerdo a ello, cada acción da derecho a tantos votos como directores deban elegirse, pudiendo cada votante acumular sus votos a favor de una persona o distribuirlos entre más de uno. Asimismo, la norma prescribe que cuando una o más clases de acciones tengan derecho a elegir un determinado número de directores, la elección de dichos directores se hará en junta especial, respetándose siempre la participación de las minorías en cada votación. La legislación permite apartarse de este sistema de votación, siempre que bajo la modalidad que se adopte, la representación de la minoría no resulte inferior y que esta forma de elección se consigne en los estatutos.

En Brasil³⁹, siempre cuando la elección del Consejo de Administración se lleve a cabo por el sistema de voto múltiple y los titulares de acciones ordinarias o preferentes

39. El estatuto de las sociedades brasileñas puede garantizar a una o más clases de acciones preferentes el derecho a elegir, votando por separado, uno o más miembros de los órganos de la administración.

Además, en Brasil está asegurado el derecho de elegir y remover a un miembro y su suplente del consejo de administración, en votación separada en la asamblea general de accionistas, con exclusión del accionista controlador, a los titulares de:

- I. acciones con derecho a voto que representen al menos el 15% del total de acciones con derecho a voto de la empresa; y
- II. acciones preferentes sin derecho a voto o con voto restringido, que representen al menos el 10% del capital social de la empresa, que no han hecho uso de la facultad prevista en el estatuto.

Para ejercer este derecho, deberá comprobarse la titularidad ininterrumpida de la participación accionaria requerida por el período mínimo de tres meses inmediatamente antes de la realización de la asamblea general. Si los titulares de acciones con derecho a voto y los titulares de acciones preferentes sin derecho a voto o con voto restringido consiguen sus respectivos quórum mencionados en los puntos I y II, se les permitirá elegir en colectividad un consejero y su suplente, observando, en este caso, el quórum mencionado en el punto II. Por otra parte, de acuerdo con la CVM, el quórum señalado en el punto II se puede observar por los titulares de acciones con derecho a voto en los casos en que el capital social de la compañía sea constituido exclusivamente por acciones ordinarias.

ejerzan la opción de elegir a los consejeros, se garantizará al accionista o grupo de accionistas vinculados por acuerdo de votación (acuerdo de accionistas) que detenten más del 50% de las acciones con derecho a voto, el derecho a elegir consejeros en número igual a los elegidos por los otros accionistas, más un consejero, sin importar el número de consejeros que, según el estatuto, componga el órgano.

- **Solicitar la destitución en los supuestos de Infracción de las prohibiciones legales para ejercer el cargo e intereses contrapuestos a la compañía o ser competidores**

En España, los administradores que estuviesen incurso en cualquiera de las prohibiciones legales deberán ser inmediatamente destituidos, a solicitud de cualquier accionista, sin perjuicio de la responsabilidad en que puedan incurrir por su conducta desleal. Además, los administradores y las personas que bajo cualquier forma tengan intereses opuestos a los de la sociedad cesarán en su cargo a solicitud de cualquier socio por acuerdo de la junta general.

Sin embargo, en la legislación chilena los directores no pueden ser destituidos individualmente de su cargo por parte de los accionistas. No obstante, una junta de accionistas puede revocar al directorio en su totalidad, de conformidad a lo establecido en el artículo 38 de la LSA.

Por su parte, la Ley de Sociedades por Acciones en Brasil asegura el derecho⁴⁰ a destituir a Directores, a los titulares de:

- I. acciones con derecho a voto que representen al menos el 15% del total de acciones con derecho a voto de la empresa; y
- II. acciones preferentes sin derecho a voto o con voto restringido, que representen al menos el 10% del capital social de la empresa, que no han hecho uso de la facultad prevista en el estatuto.

En México, uno o más accionistas titulares de acciones correspondientes, al menos, del 10% del capital social pueden, aun cuando no fuera convocada la asamblea general para deliberar sobre el asunto, requerir la destitución judicial de un administrador, con fundamento en justa causa. Constituyen justa causa de destitución, la violación grave de los deberes de administrador y su inaptitud para el ejercicio normal de las respectivas funciones.

40. Tal y como se señalaba en el epígrafe anterior, la Ley de Sociedades por Acciones ha asignado a los accionistas anteriormente indicados, tanto el derecho a elegir como para destituir a un miembro del Consejo.

El artículo 154 de la LGS del Perú regula la destitución de directores, que pueden ser removidos en cualquier momento, bien sea por la junta general o por la junta especial que los eligió, aun cuando su designación hubiese sido una de las condiciones del pacto social.

- **Ejercicio de acción de responsabilidad contra administradores, en caso de que no lo haga la Sociedad.**

La acción social de responsabilidad, es una actuación acordada por la Asamblea o Junta de accionistas, dirigida contra el administrador o administradores que, con su conducta contraria a la ley y/o los estatutos sociales de la empresa, han causado un perjuicio a la sociedad, a los socios y/o a terceros.

En efecto en Colombia, la acción social de responsabilidad contra los administradores corresponde a la compañía, previa decisión de la Asamblea General, que podrá ser adoptada aunque no conste en el orden del día. En este caso, la convocatoria podrá realizarse por un número de socios que represente por lo menos el 20% del capital social, y la decisión se tomará por la mitad más una de las acciones representadas en la reunión e implicará la remoción del administrador.

Si una vez adoptada la decisión por la asamblea no se iniciara la acción social de responsabilidad dentro de los tres meses siguientes, ésta podrá ser ejercida por cualquier administrador, el revisor fiscal o por cualquiera de los socios en interés de la sociedad. En este caso los acreedores que representen por lo menos el 50% del pasivo externo de la sociedad, podrán ejercer la acción social, siempre y cuando el patrimonio de la sociedad no sea suficiente para satisfacer sus créditos.

Por su parte en Brasil, si no se propone la acción de responsabilidad dentro de tres meses después de la deliberación en la Asamblea General, cualquier accionista podrá iniciarla, no importando su participación en el capital social de la empresa. Por otro lado, si la Asamblea General deliberara en contrario al ejercicio de acción de responsabilidad, podrá ser ejercida por accionistas que representen al menos el 5% del capital de la empresa.

Asimismo, en España la acción de responsabilidad contra los administradores en defensa del interés de la sociedad, en el caso de que ésta no lo haya hecho, será acordada por mayoría ordinaria de la Junta de Accionistas⁴¹. En cualquier momento la

41. De acuerdo con el art.239, el socio o socios que posean individual o conjuntamente una participación que les permita solicitar la convocatoria de la junta general, podrán ejercitar directamente la acción social de responsabilidad cuando se fundamente en la infracción del deber de lealtad sin necesidad de someter la decisión a la junta general.

Junta General podrá transigir o renunciar al ejercicio de la acción, siempre que no se opongan los accionistas que representen el 3% del capital social.

En Perú, de acuerdo con el art. 181 de la LGS, los accionistas que representan por lo menos un tercio del capital social pueden ejercer directamente la pretensión social de responsabilidad contra los directores, siempre que se satisfaga los requisitos siguientes:

- 1) Que la demanda comprenda las responsabilidades a favor de la sociedad y no el interés particular de los demandantes;
- 2) Que, en su caso, los actores no hayan aprobado la resolución tomada por la junta general sobre no haber lugar a proceder contra los directores.

Cualquier accionista puede entablar directamente pretensión social de responsabilidad contra los directores, si transcurridos tres meses desde que la junta general resolvió la iniciación de la pretensión no se hubiese interpuesto la demanda.

Por último, en Bolivia, la acción de responsabilidad de la sociedad en contra de los directores será incoada con la aprobación previa de la Junta General Ordinaria. Existirá quórum en la Junta General Ordinaria si estuvieran representadas más de la mitad de las acciones con derecho a voto. La resolución se adoptará por la mayoría absoluta de los votos presentes que no se hallen impedidos de emitirse en relación al asunto sometido a decisión, salvo que el estatuto exija un mayor número.

d) Impugnación de acuerdos sociales:

- **Actos contrarios a la ley, los estatutos o lesionen los intereses de la Sociedad en beneficio de uno o varios accionistas**

En la mayoría de las legislaciones que contemplan específicamente esta circunstancia, cualquier accionista puede ejercitar una acción judicial para impugnar los acuerdos de la Junta que sean contrarios a la ley, o a los estatutos, o que lesionen los intereses de la sociedad⁴².

Además, la acción de responsabilidad contra los administradores, sea social o individual, prescribirá a los cuatro años a contar desde el día en que hubiera podido ejercitarse (Art.241.bis)

42. En Argentina, el art 114 de la LSC establece que cuando los administradores de la sociedad realicen actos o incurran en omisiones que la pongan en peligro grave, se procederá la intervención judicial como medida cautelar, sin perjuicio de aplicar las normas específicas para los distintos tipos de sociedad. El solicitante acreditará su condición de socio, la existencia del peligro y su gravedad, que agotó los recursos acordados por el contrato social y se promovió acción de remoción.

Así en Bolivia, cualquier resolución de la junta que viole las disposiciones del Código Comercio o los estatutos de la sociedad, puede ser impugnada de nulidad por los directores, administradores síndicos o autoridad administrativa contralora o por cualquier accionista que no hubiese participado en ella, o que habiendo asistido, hubiera hecho constar su disidencia y, en general, cuando la resolución sea contraria al orden público. La acción deberá dirigirse contra la sociedad, dentro de los sesenta días siguientes a la reunión o de su publicación, con los documentos que amparen la demanda, debiendo tramitarse sumariamente.

En Panamá todo accionista tiene el derecho a solicitar judicialmente la nulidad de los acuerdos aprobados en las juntas generales de accionistas que hayan sido adoptados en oposición a la ley o al pacto social. Dicha impugnación puede efectuarse en forma sumaria, si es interpuesta dentro de los 30 días siguientes a la fecha en que se celebró la asamblea, en cuyo caso, se puede solicitar la suspensión de los efectos de la resolución, mientras se resuelve el proceso. Si la acción se ejerce transcurrido dicho plazo, la impugnación se tramitará con las formalidades del proceso ordinario y no se podrá solicitar la referida suspensión.

Sin embargo, en México se exige un porcentaje de capital para ejercer este derecho. De acuerdo con el art. 51 de la Ley del Mercado de Valores, los titulares de acciones con derecho a voto, incluso limitado o restringido, que en lo individual o en conjunto tengan el 20% o más del capital social, podrán oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas generales respecto de las cuales tengan derecho de voto, salvo que tengan interés contrario a la sociedad (art 52).

En las sociedades cotizadas en España, para la impugnación de los acuerdos sociales, los socios deben representar, individual o conjuntamente, el uno por mil del capital (para sociedades no cotizadas solo están legitimados para impugnar acuerdos sociales, los accionistas que reúnan el 1% del capital social). Los estatutos podrán reducir los porcentajes de capital indicados y, en todo caso, los socios que no los alcancen tendrán derecho al resarcimiento del daño que les haya ocasionado el acuerdo impugnado⁴³. Para la impugnación de los acuerdos que sean contrarios al orden público estará legitimado cualquier socio, aunque hubieran adquirido esa condición después del acuerdo.

43. Además, el legislador español ha ampliado el concepto de interés social en la Ley 31/2014, de forma que en adelante se entenderá que se ha lesionado el interés social cuando el acuerdo se impone de manera abusiva por la mayoría.

Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra la sociedad. Los socios que hubiesen votado a favor del acuerdo impugnado podrán intervenir a su costa en el proceso para mantener su validez. No podrá alegar defectos de forma en el proceso de adopción del acuerdo quien habiendo tenido ocasión de denunciarlos en el momento oportuno, no lo hubiera hecho.

La acción de impugnación de los acuerdos sociales caducará en el plazo de tres meses en el caso de sociedades cotizadas y de un año para empresas no cotizadas, salvo que tenga por objeto acuerdos que por sus circunstancias, causa o contenido resultaren contrarios al orden público, en cuyo caso la acción no caducará ni prescribirá⁴⁴.

- **Impugnar acuerdos del Consejo de Administración**

En muchas de las legislaciones analizadas no tienen un régimen de impugnación de las resoluciones del órgano de administración⁴⁵.

En Perú, la LGS no establece un porcentaje mínimo de capital ni número de acciones que reconozca de manera explícita el derecho de los accionistas para impugnar acuerdos del Directorio.

Sin embargo, en España están legitimados para impugnar los acuerdos de Consejo de Administración, además de los administradores, los socios que representen el uno por mil del capital social, en el plazo de treinta días desde que tuvieron conocimiento de los mismos y siempre que no hubiere transcurrido un año desde su adopción.

- **Solicitar revocación del auditor al juez**

Respecto a este derecho, en la mayoría de las legislaciones analizadas no se contempla la intervención judicial para la revocación del auditor de la sociedad⁴⁶. Por ejemplo, la ley brasileña no dispone acerca de la solicitud de destitución del auditor independiente por el poder judicial. Sin embargo, de conformidad con el artículo 142, párrafo 2 de la Ley de Sociedades por Acciones, la designación y la destitución del auditor independiente puede ser vetada por el consejero elegido por los accionistas minoritarios.

En Chile, según lo dispuesto en los artículos 51 y 52 de la LSA, las juntas ordinarias de accionistas, tanto de sociedades anónimas cerradas como abiertas, respectivamente,

44. El plazo de caducidad se computará desde la fecha de adopción del acuerdo si hubiera sido adoptado en junta de socios o en reunión del consejo de administración, y desde la fecha de recepción de la copia del acta si el acuerdo hubiera sido adoptado por escrito. Si el acuerdo se hubiera inscrito, el plazo de caducidad se computará desde la fecha de oponibilidad de la inscripción.

45. La Ley brasileña no aborda específicamente este tema. Las eventuales impugnaciones deben ser solicitadas en el poder judicial.

La legislación chilena no contempla la posibilidad de que los accionistas de manera individual puedan impugnar acuerdos del Consejo de Administración, a menos que éstos sean contrarios al interés social en cuyo caso pueden solicitar al directorio convocar a junta de accionistas para decidir al respecto y proceder a ejercer las acciones legales correspondientes.

46. En Perú la LGS no establece un porcentaje mínimo de capital ni número de acciones para que los accionistas soliciten al juez, la revocación del auditor.

son las encargadas de la designación y revocación de los auditores, inspectores de cuentas y de las empresas de auditoría externa, según corresponda. No se contempla en la LSA casos de intervención judicial para la revocación de un auditor de la sociedad.

Por su parte, en Panamá la Asamblea General podrá acordar el nombramiento de revisores para el examen del balance, o de los antecedentes de constitución de la sociedad, o de la gestión social. Si la proposición que al efecto se hiciere fuese desechada, podrá el Juez sin más trámite, nombrar tales revisores a petición de accionistas cuya participación represente el 20% del capital social.

En España, la junta general⁴⁷ no podrá revocar al auditor antes de que finalice el periodo inicial para el que fue nombrado, o antes de que finalice cada uno de los trabajos para los que fue contratado una vez finalizado el periodo inicial, a no ser que medie justa causa. Sólo se podrá revocar al auditor nombrado si concurre justa causa. Cuando concorra justa causa, los administradores de la sociedad o cualquier socio podrán pedir al juez la revocación del designado por la Junta General o por el Registrador Mercantil y el nombramiento de otro.

- **Solicitar al juez la suspensión de acuerdos sociales impugnados**

De acuerdo con el art. 50 de la Ley del Mercado de Valores, en México para oponerse vía judicial, a las decisiones y/o resoluciones tomadas en la Asamblea General de Accionistas, se necesita que se reúna, entre uno o más socios, un mínimo del 20% del capital social suscrito y exhibido.

Así también en Perú, el artículo 145 de la LGS, el juez a pedido de accionistas que representen más del 20% del capital suscrito, podrá dictar medida cautelar de suspensión del acuerdo impugnado. El juez debe disponer que los solicitantes presten contracautela para resarcir los daños y perjuicios que pueda causar la suspensión.

Sin embargo en España basta con que los accionistas que representen el 1% del capital social y que hubieren impugnado el acuerdo, soliciten al Juez la suspensión del mismo (en la práctica, la suspensión, que se decide al principio del proceso, tiene una enorme trascendencia: si el acuerdo se suspende, esto implica que no "existe" durante los varios años que durará el proceso judicial de impugnación).

47. Cuando la junta general no hubiera nombrado al auditor antes de que finalice el ejercicio a auditar, debiendo hacerlo, o la persona nombrada no acepten el cargo o no pueda cumplir sus funciones, los administradores y cualquier socio podrán solicitar del registrador mercantil del domicilio social la designación de la persona o personas que deban realizar la auditoría, de acuerdo con lo dispuesto en el Reglamento del Registro Mercantil.

Finalmente señalar que en Panamá, de acuerdo al Código de Comercio, todo accionista tendrá derecho a demandar la nulidad ante el Juez competente, quien si lo considera de urgencia, podrá suspender la ejecución de lo acordado hasta que quede resuelta la demanda. En ningún caso se procederá a dicha suspensión si el accionista al demandar escoge la vía ordinaria.

2.2. Deberes del accionista

Hasta aquí el análisis de los principales derechos detentados por los accionistas minoritarios, pero ¿Qué hay de sus deberes y obligaciones?

En primer lugar, existe el deber de lealtad de todos los socios a favor de la sociedad, que es consecuencia del concepto mismo de sociedad de unir y combinar recursos y esfuerzos para la realización de un fin común.

Otra de las obligaciones de los accionistas es la de abstenerse de participar y votar en aquellas asambleas en que se discuta una operación determinada en la que el accionista, tenga un interés contrario a la sociedad. De contravenir esta obligación, el accionista será responsable de daños y perjuicios⁴⁸.

Por otro lado, otro de sus deberes es ejercer la función de control y supervisión de la gestión en las sociedades anónimas cotizadas. Esta obligación incumbe a todos accionistas, no sólo a los mayoritarios, y se realiza a través del ejercicio del derecho de voto. Sin embargo, por regla general, los accionistas minoritarios se involucran menos de lo que debieran en la toma de decisiones de las empresas, al no ejercer los derechos que su condición de socios les confiere⁴⁹.

El inversor debe tener en cuenta que, cuando no ejerce su derecho de participar en la vida de la sociedad acudiendo a las Juntas Generales de Accionistas o delegando responsablemente su voto, renuncia a sus derechos políticos, y esta renuncia podría afectar en algunos casos a sus intereses económicos.

48. En España la Ley 31/2014 reformo el tratamiento jurídico de los conflictos de interés, estableciendo una cláusula específica de prohibición de derecho de voto en los casos más graves de conflicto de interés del accionista, y establece una presunción de infracción del interés social en los casos en que el acuerdo social haya sido adoptado con el voto determinante del socio o de los socios incurso en un conflicto de interés. (art 190)

49. En los últimos años las sociedades han ido adoptando medidas para favorecer la participación de los accionistas minoritarios en la junta general. No obstante, la existencia de mayor porcentaje de accionistas minoritarios se traduce en una menor participación en las juntas, que aumenta a medida que disminuye el promedio de capital flotante. *CNMV: Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Ejercicio 2012.* http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2012F.pdf

Además, los accionistas minoritarios deben ejercer sus derechos de forma racional, con los límites derivados del interés social y los de la prohibición del abuso de derecho⁵⁰, tal y como veremos en el siguiente epígrafe. Por tanto, ningún accionista debe olvidar que el interés social está por encima del interés de cualquier socio.

3. EL DIFÍCIL EQUILIBRIO ENTRE LA PROTECCIÓN DEL ACCIONISTA MINORITARIO Y EL ABUSO DE DERECHO DE LAS MINORÍAS

Los conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios son intrínsecos a las sociedades mercantiles dado que estas se rigen por la toma de decisiones por la mayoría del capital social.

Como consecuencia de los esfuerzos realizados durante los últimos años tanto por reguladores y agentes económicos y sociales como buena parte del sector empresarial, por dotar a los accionistas minoritarios de un marco jurídico que confiera herramientas suficientes para hacer valer adecuadamente sus legítimos derechos, se está empezando a observar en algunos países situaciones de abuso por parte de los socios minoritarios.

En efecto, este fenómeno pendular que supone el movimiento extremo y opuesto de la situación de menor protección que se daba en algunas jurisdicciones analizadas, es antiguo y bien conocido en mercados más desarrollados y empieza a ser objeto de interés, cuando no de preocupación, en algunos mercados emergentes. La incorrecta y abusiva utilización por parte de los minoritarios del conjunto de mecanismos legales o estatutarios previstos en defensa de sus derechos, puede distorsionar la finalidad para los que fueron concebidos y causar un grave perjuicio tanto para la Sociedad como para los *Stakeholders*.

Los principios generales de buena fe están consagrados en todos los ordenamientos jurídicos tanto en el ámbito civil general como en el mercantil. Al mismo tiempo, como señalábamos en el epígrafe anterior, todo socio debe perseguir el interés social y actuar dentro del deber de fidelidad hacia la compañía.

50. Por ejemplo en la Ley31/2014, en cuanto al régimen jurídico de la impugnación de los acuerdos sociales, el legislador español ha ponderado las exigencias derivadas de la eficiencia empresarial con las derivadas de la protección de las minorías y la seguridad del tráfico jurídico, adoptando ciertas cautelas para evitar los abusos que en la práctica puedan producirse. Con respecto al ejercicio del derecho a la información, el legislador estimo conveniente diferenciar entre las consecuencias jurídicas de las distintas modalidades de este derecho, así como modular su ejercicio atendiendo al marco de la buena fe.

En virtud de todo ello y como sintetiza muy bien Senent Martínez⁵¹ recogiendo la doctrina general, el contrato de sociedad tiene como objetivo un fin común y conlleva para los socios la obligación de ejercer sus derechos con lealtad y de forma razonable configurando el deber de fidelidad para todos los socios con independencia del tamaño de su participación en el capital social. Por ello, la buena fe hace que prevalezca el interés general de la compañía frente a los intereses particulares al operar el deber de fidelidad generado contractualmente cuando se adquiere la condición de socio.

Por otra parte, el concepto de interés social ha ido cambiando en los últimos años y ya no solo se identifica con un legítimo ánimo de lucro sino que incorpora otros dos valores como son la estabilidad de la empresa a medio y largo plazo y la consideración de intereses no solo de accionistas sino también de otros interesados (*Stakeholders*) en el futuro de la Sociedad.

En este mismo capítulo hemos visto de manera pormenorizada los requisitos mínimos que deben observarse por los socios para el ejercicio de los derechos políticos y, en muchos casos, el ejercicio de los mismos es relativamente sencillo para accionistas que, por si solos o agrupados, tengan una muy pequeña parte del capital social.

También se debe considerar la menor capitalización de las empresas en Iberoamérica, que favorece que se puedan alcanzar más fácilmente porcentajes societarios, frente a otras regiones donde el tamaño de las empresas es mayor y la consecución de porcentajes mínimos de capital suponen una mayor inversión.

Por otra parte, hay que tener en cuenta la aparición del activismo accionarial con la creación en buena parte de los países analizados de asociaciones de protección a los accionistas que en muchos casos se han convertido en entidades influyentes y con muy notable capacidad de acción. En algunas regiones su actuación está muy institucionalizada, como en el caso de Europa con la creación de Euro Shareholders que agrupa a asociaciones de 35 países. A nivel mundial está la World Federation of Investors.

Una interesante iniciativa española, es el establecimiento de la figura de los núcleos estables minoritarios (NEM), asociaciones específicas y voluntarias, que deben inscribirse en un Registro Especial de la CNMV, con la finalidad de articular sus intereses comunes dentro de la empresa (art 539 de la Ley de Sociedades de Capital)⁵².

51. Santiago Senent Martínez "Refinanciación de deuda y capitalización concursal de créditos en el marco de las exclusiones legales de ofertas públicas de adquisición de acciones". Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación, Nº. 12, 2010, págs. 357-366.

52. Art 539.4: "Los accionistas de cada sociedad cotizada podrán constituir asociaciones específicas y voluntarias para ejercer la representación de los accionistas en las juntas de sociedades cotizadas y los demás derechos reconocidos en esta Ley. A estos efectos, las asociaciones deberán cumplir los siguientes requisitos:

Frente a organizaciones con legítimas aspiraciones y adecuado ejercicio de sus derechos surgen en ocasiones accionistas, agrupados o no, que con sus actuaciones abusivas pueden afectar gravemente a la buena marcha de la sociedad, originar una suerte de inseguridad jurídica que incide negativamente en la imagen y solvencia de la compañía.

Los campos en los que pueden actuar este tipo de accionistas desleales en muy amplio y variado y en no pocas ocasiones cuentan con una notable capacidad de análisis para detectar, en cada jurisdicción o compañía aquellos derechos que puedan ser ejercidos de manera más fácil, con menor costo y pueden originar un mayor impacto en el desenvolvimiento de los órganos sociales.

Pensemos, por ejemplo, en una compañía sometida a reiteradas convocatorias de Asambleas Generales (en ocasiones con preparativos muy costosos), peticiones de información, nombramientos de peritos o expertos independientes, por no mencionar la impugnación de acuerdos societarios o del Consejo, o el ejercicio de acciones de responsabilidad contra administradores.

-
- a) *Tendrán como objeto exclusivo la defensa de los intereses de los accionistas, evitando incurrir en situaciones de conflicto de interés que puedan resultar contrarias a dicho objeto.*
 - b) *Estarán integradas, al menos, por cien personas, no pudiendo formar parte de ellas los accionistas con una participación superior al 0,5 por ciento del capital con derecho de voto de la sociedad.*
 - c) *Estarán constituidas mediante escritura pública que deberá inscribirse en el Registro Mercantil correspondiente al domicilio de la sociedad cotizada y, a los meros efectos de publicidad, en un registro especial habilitado al efecto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En la escritura de constitución se fijarán las normas de organización y funcionamiento de la asociación.*
 - d) *Llevarán una contabilidad conforme a lo establecido en el Código de Comercio para las sociedades mercantiles y someterán sus cuentas anuales a auditoría de cuentas. Dentro del mes siguiente a la aprobación de las cuentas anuales del ejercicio anterior por la asamblea de los miembros de la asociación, esta deberá depositar en el Registro Mercantil un ejemplar de dichas cuentas, junto con el correspondiente informe de auditoría, y una memoria expresiva de la actividad desarrollada, remitiendo copia de estos documentos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Como documento anejo a los anteriores, remitirán también a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una relación de los miembros de la asociación al día en que hubiere finalizado el ejercicio anterior.*
 - e) *Llevarán un registro de las representaciones que les hubieran sido conferidas por accionistas para que les representen en las juntas generales que se celebren, así como de las representaciones con que hubieran concurrido a cada una de las juntas, con expresión de la identidad del accionista representado y del número de acciones con que hubiera concurrido en su nombre. El registro de representaciones estará a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de la entidad emisora.*

Las asociaciones de accionistas no podrán recibir, de forma directa o indirecta, cantidad o ventaja patrimonial alguna de la sociedad cotizada.

Reglamentariamente se desarrollarán los requisitos de las asociaciones de accionistas para el ejercicio de los derechos que se les atribuyen en esta Ley, que comprenderán, al menos, los requisitos y límites para su constitución, las bases de su estructura orgánica, las reglas de su funcionamiento y los derechos y obligaciones que les correspondan, especialmente en su relación con la sociedad cotizada, así como el régimen de conflictos de interés que garanticen el adecuado cumplimiento de los fines para los que se constituyen."

Por tanto, hay que realizar esfuerzo por encontrar posiciones de equilibrio entre la protección de los derechos de las minorías, la adecuada supervisión del equipo directivo, el control de los accionistas mayoritarios, y el interés social.

El tema ha sido ampliamente tratado por la Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo española, en su trabajo de 14 de octubre de 2013 "Estudio sobre propuestas de modificaciones normativa"⁵³ donde se realizaran consideraciones muy interesantes en orden a conseguir el equilibrio de posiciones e intereses antes descrito. A continuación vamos a hacer referencia a alguna de ellas.

Respecto a las facultades de los minoritarios relativas a la junta general de accionistas la Comisión de Expertos propuso, para las sociedades cotizadas, reducir el 5% al 3% del capital social para el ejercicio de los derechos de la minoría, salvo para la legitimación para la impugnación de acuerdos sociales.

Con relación al derecho de asistencia a la junta general, los expertos consideraron excesivo el límite que existía del 1% para las cotizadas y tuvieron presente las dificultades logísticas de celebrar juntas con cientos de miles de accionistas con la limitación excesiva de derecho de asistencia, proponiendo fijar un umbral máximo de 1.000 acciones que puede conseguirse sumando representaciones.

Abordaron también el Desarrollo de Información de los accionistas durante la Junta General que, en opinión de los Expertos esconde muchas veces propósitos ajenos a su finalidad y, en ocasiones, se usa de forma abusiva con el propósito de crear artificialmente un motivo de impugnación (pág. 26 y ss. op. Cit.). Por ello, los expertos proponen que la vulneración de la junta, si bien facultará al accionista a exigir el cumplimiento junto con los daños y perjuicios que se hayan podido originar.

El equilibrio mencionado entre protección de las memorias y abuso de derecho se refleja de manera particular en el régimen de impugnación de acuerdos sociales. Para el Grupo de Expertos (pág. 28 y ss. op. Cit) era necesaria una reforma que, simplificando el tratamiento de la impugnación, "maximice la protección material de los accionistas minoritarios y minimice el riesgo de uso oportunista o táctico".

Para la defensa del interés social y del derecho de los accionistas minoritarios se propusieron medidas como la ampliación del plazo temporal, establecimiento de un procedimiento común (sin distinción de actos nulos y anulables) de 3 meses, establecimiento de nueva causa de impugnación en caso de infracción de reglamentos de

53. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC_EstModif_20131014.pdf

junta o de consejo, la ampliación del concepto de interés social a prácticas societarias contra los minoristas que constituyan abusos flagrantes.

Por otra parte, para evitar el abuso del derecho de impugnación también propusieron algunas medidas como restringir la legitimación que anteriormente recaía en la posesión de una sola acción, y dejando siempre abierta la posibilidad de reclamar daños y perjuicios si no se alcanzara el umbral requerido para ejercitar tal derecho. Además, establecían también una serie de casos de improcedencia, como infracción irrelevante de requisitos procedimentales, de información facilitada, o de asistencia de personas no legitimadas o incorrecto cómputo de votos si no es determinante.

Sobre la base del citado informe del Comité de Expertos, y respetando la práctica totalidad de sus recomendaciones, el legislador español elaboro Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo.

4. MECANISMOS DE PROTECCIÓN. SITUACIÓN EN IBEROAMÉRICA

El marco regulatorio de los países del Estudio incluyen medidas para minorar los eventuales inconvenientes que podría causar la divergencia de intereses entre los accionistas minoritarios, los controladores y los administradores de las empresas cotizadas en Iberoamérica y, también, para reducir las asimetrías de información con el fin de reforzar la protección de los accionistas.

A continuación, y de manera sintética, se detallan algunos de los principales aspectos de las normas relativas a la protección del accionista:

4.1. Informaciones sobre la estructura accionarial

La mayoría de las legislaciones⁵⁴ de los países analizados obligan a las empresas emisoras a presentar información sobre la composición accionarial, y a comunicar sus

54. No hay especificación clara sobre el reparto accionarial en Honduras, sin embargo, en el Reglamento de Gobierno Corporativo, en sus artículos Nos. 6 y 27, se plantea la necesidad de una política de revelar información sobre los acuerdos de Asamblea, por otra parte, igualmente se estipula este aspecto en el Reglamento de Suministro de Información Periódica de Hechos Esenciales y Otras Obligaciones de Información de las Entidades Inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores, Resolución No. 395/19-03-2009. En Paraguay, no se establece la obligación de que los emisores publiquen con una periodicidad establecida su reparto accionarial o las variaciones en la propiedad de las mismas. Pero sí tienen la obligación de revelar esta información, como información pública a la Comisión Nacional de Valores y a la Bolsa de Valores, en los plazos establecidos al efecto. En Costa Rica, el Código de Comercio no establece

variaciones, así como a revelar informaciones relativas a participaciones accionariales indirectas.

En general, las regulaciones exigen a los emisores la revelación de la lista o nómina de sus accionistas y su actualización, información sobre los cambios en las participaciones accionariales que alcanzan un cierto porcentaje de propiedad directa o indirectamente⁵⁵, y en exigir a los involucrados informar los objetivos de tales adquisiciones con el propósito de alertar al mercado sobre cualquier alteración en la composición de los principales accionistas, del controlador o de la estructura administrativa de las compañías.

Por ejemplo, en México las Disposiciones Generales establecen la obligación a las emisoras de la divulgación de las características de su estructura accionarial, entre las que se solicita que manifiesten si es en directo o a través de terceros, fideicomisos u otros vehículos de inversión, y si forman parte de grupos familiares o de parentesco hasta el cuarto grado o que se encuentren relacionados con la emisora. Dicha divulgación se realiza de la siguiente manera:

- A través de la página de la Bolsa Mexicana y de la Comisión, de manera general, y reportando a los accionistas más significativos, en los reportes anuales. Esta información es pública.
- A través del STIV2, sistema creado por la Comisión, con carácter confidencial, donde se incluye información detallada de los accionistas de las emisoras.

Por otro lado, al igual que en Chile⁵⁶, también se obliga a aquellas personas o grupo de personas que directa o indirectamente tengan el 10% o más de las acciones de una emisora, así como a los consejeros y directivos, a proporcionar informes de los cambios en su tenencia accionarial.

En Bolivia, las Sociedades que se inscriben como emisoras en el Registro del Mercado de Valores, deben informar con precisión sobre su composición accionarial, señalando

lineamientos en relación con este tema pero en el Reglamento de Gobierno Corporativo emitido por el Conassif se requiere, para el caso de las entidades sujetas a supervisión, la obligación de revelar su conformación accionaria hasta persona física, no existiendo publicidad de esta información.

55. Este porcentaje varía según los países, por ejemplo en Brasil, Colombia y Perú es un 5%; en Ecuador, El Salvador, Uruguay es un 10%

56. En Chile, las personas que directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, posean el 10% o más del capital suscrito de una sociedad anónima abierta, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentaje, en adelante, accionistas obligados a informar, y los directores, liquidadores, ejecutivos principales, administradores y gerentes de dichas sociedades, cualquiera sea el número de acciones que posean, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, en adelante, administradores obligados a informar, deben informar a la Superintendencia y a cada una de las bolsas de valores

la lista de los diez⁵⁷ mayores accionistas, indicando el número de acciones y su participación de participación, debiendo detallarse la información relativa a los mencionados accionistas (nombre completo, cédula de identidad, profesión, ocupación, domicilio, fecha desde la cual ha adquirido el 10% o más de las acciones y otra información que determine la Autoridad de Supervisión del sistema financiero (ASFI).

En Ecuador, las personas que directa o indirectamente o a través de terceros posean el diez por ciento o más del capital suscrito de una sociedad inscrita en el Registro del Mercado de Valores, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentaje, así como los representantes legales y los administradores de dichas sociedades, en su caso, cualquiera que sea el número de acciones que posean, deberán informar a la Superintendencia de Compañías y a las Bolsas de Valores, toda adquisición o transferencia de acciones que llegaran a efectuar en esa sociedad con cinco días hábiles de anticipación a la transacción o transacciones respectivas.

En España, los accionistas que poseen un 3% —o un 1% si son residentes en un paraíso fiscal— del capital social de una sociedad cotizada deben remitir una comunicación de derechos de votos al supervisor para su difusión al mercado. Además, se deberá comunicar cuando los accionistas crucen los umbrales del 3%, 5%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 60%, 70%, 75%, 80% y 90%⁵⁸. En el caso de una oferta pública de adquisición de acciones sobre una cotizada, los accionistas informaran cuando la adquisición alcance o supere el 1%. Para aquellos accionistas que ya tuvieran el 3%, notificaran cualquier operación que realicen.

Además, de acuerdo al Art 497 de la Ley 31/2014, la sociedad emisora tendrá derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidos las direcciones y medios de contacto de que dispongan. Este mismo derecho tendrán las asociaciones de accionistas que se hubieran constituido en la sociedad emisora y que representen al menos el uno por ciento del capital social, así como los accionistas que tengan individual o conjuntamente una participación de, al menos, el tres por ciento del capital social, exclusivamente a efectos de facilitar su comunicación con los accionistas para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes.

En el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, la asociación o socio será responsable de los daños y perjuicios causados.

57. En Colombia, la información es sobre los veinte (20) principales accionistas por tipo de acción, ya sean ordinarias, privilegiadas o acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.

58. En Portugal estos umbrales son ligeramente diferentes: 2%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50%, 2/3 y 90% de los derechos de voto correspondientes al capital social de la sociedad.

De conformidad con lo establecido en la normativa de Panamá, las empresas que procedan a registrar algún tipo de emisión para su posterior negociación en la Bolsa de Valores Panamá, o cualquier otro tipo de bolsa, deben suministrar información global sobre la propiedad efectiva de acciones del emisor o de su persona controladora. Específicamente en casos de Oferta Pública de Acciones, se debe informar en detalle sobre los accionistas del emisor, incluyendo como nombres número de acciones, porcentajes de que sean propietarios efectivos, las personas o persona que ejerce el control sobre el emisor, la composición accionaria del solicitante, cualquier cambio importante en el porcentaje accionario durante los tres (3) últimos años, información relacionada con los derechos de votos, información si el emisor es propiedad de otra persona jurídica o natural, o de un gobierno extranjero.

Señalar que, la identificación de los principales accionistas de una entidad no implica necesariamente la individualización de quienes tienen influencia en la gestión de ésta. Por tanto, sería bueno que en las normas de la región se pudiera exigir expresamente a los emisores revelar esta información, principalmente, cuando se trata de entidades cuyos accionistas no poseen el porcentaje suficiente para que, conforme a la legislación de cada país, sean considerados como controladores, y en estos casos la revelación de la existencia de pactos de actuación conjunta contribuye a transparentar estas situaciones.

4.2. Información sobre partes relacionadas con el emisor

En Argentina, los actos o contratos con partes relacionadas, después de haber sido aprobados por el Directorio del emisor, deberán ser informados como hecho relevante a través de la Autopista de Información Financiera (AIF) de la CNV⁵⁹. Así también en República Dominicana en el caso de relaciones de índole comercial, cambios accionariales de la sociedad deben informarse como hechos relevantes. Se exige a la sociedad a incluir en el informe anual de Gobierno Corporativo las relaciones de índole familiar a nivel de miembro del consejo de administración, con los accionistas así

59. En el artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores sobre el Régimen informativo general, se dice: "Las personas mencionadas en el presente artículo deberán informar a la Comisión Nacional de Valores en forma directa, veraz, suficiente y oportuna, con las formalidades y periodicidad que ella disponga los siguientes hechos y circunstancias, sin perjuicio de los demás que se establezcan reglamentariamente:..."
a) Los administradores de entidades registradas que realizan oferta pública de valores negociables y los integrantes de su órgano de fiscalización, estos últimos en materia de su competencia, acerca de todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación. Esta obligación rige desde el momento de presentación de la solicitud para realizar oferta pública de valores negociables y deberá ser puesta en conocimiento de la Comisión Nacional de Valores en forma inmediata. El órgano de administración, con la intervención del órgano de fiscalización, deberá designar a una persona para desempeñarse como responsable de relaciones con el mercado a fin de realizar la comunicación y divulgación de las informaciones mencionadas en el presente inciso..."

como las relaciones comerciales, contractuales o societarias existentes, así como su representación en el consejo. En adición, en el informe anual de buen Gobierno Corporativo debe informarse las operaciones realizadas con personas vinculadas y el nivel de riesgo que representa distinguiendo las operaciones efectuadas con los accionistas mayoritarios, con los administradores y con otras sociedades del grupo al que pertenecen. Por otro lado, en el prospecto de emisión se debe revelar las relaciones comerciales existentes entre los miembros del consejo de administración con la sociedad emisora y si los mismos desempeñan cargos en empresas del grupo.

En Chile las sociedades anónimas abiertas deberán remitir a la Superintendencia y a las bolsas de valores, información respecto de toda transacción de las acciones emitidas por ella que efectúen sus personas relacionadas, en el plazo de un día contado desde que la operación haya sido puesta en conocimiento de la sociedad. También en Portugal y Brasil existen normas específicas que se aplican a los administradores y personas relacionadas a estos, relativas a la revelación de sus transacciones de valores del emisor, las cuales obligan a informar de toda transacción efectuada a su nombre o de terceros, de la fecha, el volumen, el precio y la participación alcanzada por el titular a consecuencia de la operación.

En Portugal, los miembros de los órganos de administración y de fiscalización del emisor y a aquellos, que no siendo miembros de tales órganos, regularmente tienen acceso a información privilegiada y participan en las decisiones sobre la estrategia de la gerencia y del negocio, así como los controladores del emisor y personas relacionadas a estos deben informar al organismo regulador sobre toda transacción de valores emitidos o relacionados al emisor, efectuada por cuenta propia o de terceros o por éstos mismos. La comunicación debe contener la naturaleza de la transacción, la fecha en que se efectuó, precio, volumen, el porcentaje que representa del emisor y el número de acciones de que el adquiriente pasa a ser titular. En este país la regulación también contempla una clara definición de quiénes son consideradas personas relacionadas a los miembros de los órganos mencionados, comprendiéndose entre ellos a su cónyuge o persona con quien viva hace más de un año, los descendientes a su cargo u otros familiares con quien cohabite hace más de un año, y cualquier entidad directa o indirectamente controlada por él, creada por él o de la que sea miembro de la administración.

Al igual que en Portugal la legislación chilena establece claramente a quienes se consideran personas relacionadas a una sociedad, cumpliendo con esta características las entidades del grupo empresarial al que pertenece la sociedad; las personas jurídicas que tengan, respecto de la sociedad, la calidad de matriz, filial subordinada; quienes sean directores, gerentes, administradores o liquidadores de la sociedad, y sus cónyuges o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad,

y toda persona que, por sí sola o con otras con que tenga acuerdo de actuación conjunta, pueda designar al menos un miembro de la administración de la sociedad o controle un 10% o más del capital o del capital con derecho a voto si se tratare de una sociedad por acciones.

En Brasil, los directores, los miembros del consejo de administración, del consejo fiscal y de cualquier órgano con funciones técnicas o consultivas están obligados a informar a la compañía la posesión y las negociaciones realizadas con valores mobiliarios emitidos por la propia compañía, por sus controladoras o controladas, en estos dos últimos casos, siempre que se trate de compañías abiertas. Las personas referidas deben informar además los valores mobiliarios que sean de propiedad de: el cónyuge del cual no esté separado judicialmente; compañero; cualquier dependiente incluido en su declaración anual de impuesto sobre la renta y sociedades por ellas controladas directa o indirectamente. La comunicación además de identificar al involucrado, los valores y sus precios, deberá precisar la propiedad mantenida antes y después de la negociación.

Para finalizar, señalar que la mayoría de las regulaciones estudiadas han propuesto, con carácter enunciativo, algunos hechos que han de considerarse por las sociedades que cotizan en mercados bursátiles como relevantes para los accionistas, inversores y el mercado. Los principales hechos relevantes descritos en las normas de los diferentes países se pueden agrupar en tres diferentes categorías: aspectos gerenciales o administrativos, aspectos financieros y aquellos relativos al tema sancionatorio:

- a) **Aspectos gerenciales o administrativos:** Los cuales están relacionados con el manejo, la gestión administrativa, incluyendo los temas jurídicos y contractuales. En este grupo encontramos hechos que deben ser revelados a los inversionistas y al mercado en general tales como: modificaciones al objeto social, cambios importantes en la propiedad accionaria, aumento o disminución del capital social, generación de nuevos productos o servicios, encontrarse inmerso en una causal de disolución, operaciones de reorganización empresarial (fusión, adquisición, edición), celebración de contratos de asociación (*joint ventures*, uniones temporales), contratos de franquicia, apertura de nuevas sucursales y agencias, readquisición de acciones, firma de contratos que establezcan limitación a la distribución de utilidades o a la operación de los órganos de control, cambio de domicilio social, renuncia o remoción de los administradores y/o de los órganos de control, cualquier hecho que obstaculice el normal desarrollo de las actividades del emisor, paralización de labores, reducción de tareas y horas laborales siempre que se afecte la capacidad de producción, acuerdos de reestructuración de pasivo y acuerdos extrajudiciales con acreedores, apertura de concurso, declaratoria

de quiebra y convocatoria a las asambleas de accionistas y las decisiones en ellas tomadas.

- b) **Aspectos financieros** : adquisición o enajenación importante de activos, adquisición significativa de pasivos, decisiones sobre inversiones extraordinarias, celebración de operaciones financieras y comerciables considerables, atraso en las obligaciones derivadas de los valores emitidos en el mercado, gravámenes de importancia respecto a los activos, adquisiciones significativas de acciones de compañías listadas, cambio en el valor nominal de las acciones, aprobación de los estados financieros, emisión de acciones y bonos por montos relevantes, redención anticipada de los valores inscritos, decisión de calificar las emisiones, calificaciones dispares sobre un mismo valor en un periodo corto y terminación de los contratos de calificación.
- c) **Aspectos sancionatorios** ligados a las labores de supervisión y al régimen legal punitivo de las sociedades, esto es: procesos judiciales de importancia significativa, suspensión o retiro de la inscripción de los valores del emisor, y sanciones a los administradores o a los órganos de control.

Por otra parte, se ha establecido la posibilidad en las normas para que los emisores dejen de revelar, de manera temporal, ciertos hechos que se consideran como relevantes, cuando exista la posibilidad que con estos se afecte el interés del emisor o al mercado de valores.

4.3. Pactos parasociales o acuerdos entre accionistas significativos, respecto al ejercicio del derecho de voto o a la restricción o condicionamiento de la libre transmisión de acciones

En Guatemala son válidos los pactos entre accionistas sobre el ejercicio determinado del voto, pudiéndose también encargar a un representante común ejercitar el voto. Tales convenios no podrán tener una duración mayor de diez años, y deberán constar en escritura pública y el notario autorizante deberá dar aviso de la existencia de un pacto de este tipo al Registro Mercantil, razonando brevemente los títulos de las acciones. El pacto que límite o que controle el voto no impide la transferencia de la acción. En cuanto a la transmisión de acciones, el Código de Comercio de Guatemala estipula que en la escritura social podrá pactarse que la transmisión de las acciones nominativas sólo se haga con autorización de los administradores. Esta cláusula deberá hacerse constar en el texto de los títulos. El titular de estas acciones que desee transmitir las, deberá comunicarlo por escrito a los administradores, quienes dentro de un plazo no mayor de treinta días, autorizarán la transmisión o la negarán designando en ese caso comprador a precio corriente de las acciones en bolsa, o, en defecto de éste, el que se determine por expertos. El silencio de los administradores equivale a

la autorización. La sociedad podrá negarse a inscribir la transmisión que se hubiere efectuado sin esa autorización.

Para la legislación uruguaya son legítimos los convenios de sindicación de accionistas sobre compra y venta de sus acciones, ejercicio de los derechos de preferencia y de voto o cualquier otro objeto lícito. Para tener efecto sobre terceros deben estar inscritos en el Registro Nacional de Comercio, haber sido comunicados formalmente a la sociedad y se anote en los títulos accionarios o se haga constar en el libro de Registro de Acciones Escriturales. Cumplidos estos requisitos, las acciones respectivas no podrán ser negociadas en Bolsa.

Tratándose de sociedades abiertas, el órgano de administración informará a cada asamblea ordinaria sobre la política de capitalización de ganancias y distribución de dividendos que resulte de los convenios depositados en la sociedad. En ningún caso los convenios de sindicación de acciones podrán ser invocados para eximir a los accionistas de sus responsabilidades en el ejercicio del derecho de voto. Se exige que los emisores comuniquen los convenios de sindicación registrados al momento de la inscripción en el Registro Nacional del Mercado de Valores, y en forma anual al presentar el informe sobre Gobierno Corporativo.

En España la celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones o de obligaciones convertibles o canjeables, habrá de ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la CNMV. A la comunicación se acompañará copia de las cláusulas del documento en el que conste, que afecten al derecho de voto o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones o de las obligaciones convertibles o canjeables. Una vez efectuada cualquiera de estas comunicaciones, el documento en el que conste el pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil en el que la sociedad esté inscrita. El pacto parasocial deberá publicarse como hecho relevante.

En Perú, la sociedad está obligada a respetar los convenios entre socios y entre estos y terceros, en todo aquello que le concierne, con dos condiciones: (i) que le sean debidamente comunicados y (ii) que el pacto no contradiga las disposiciones del pacto social o estatuto. Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones son de observancia obligatoria para la sociedad cuando estén contempladas en el pacto social, en el estatuto o se originen en convenios entre accionistas o entre accionistas y terceros, que hayan sido notificados a la sociedad. Igualmente es válida la prohibición temporal de transferir, gravar o afectar acciones, adoptada mediante acuerdo de la junta general, en cuyo caso sólo alcanza a las acciones de quienes han votado a favor del acuerdo, debiendo en el mismo acto separarse dichas acciones en una o más clases, sin que rijan en este caso los requisitos de la ley o del estatuto para la modificación del estatuto. La prohibición debe

ser por plazo determinado o determinable y no podrá exceder de diez años prorrogables antes del vencimiento por periodos no mayores. Los términos y condiciones de la prohibición temporal deben ser anotados en la matrícula de acciones y en los certificados, anotaciones en cuenta o en el documento que evidencie la titularidad de la respectiva acción.

En República Dominicana los pactos entre accionistas celebrados con el objeto de reglamentar, entre ellos, y por un período determinado, el control de la sociedad, la compra y venta de acciones, el ejercicio de los derechos de preferencia, la conducción de los negocios sociales, el voto colectivo, la composición del capital social o cualquier otro interés legítimo serán válidos cuando no sean contrarios a una regla de orden público, a una disposición imperativa de los estatutos o al interés social. Estos convenios no podrán estipularse a perpetuidad.

En Chile, el artículo 14 de la LSA, regula expresamente esta materia y señala que los estatutos de las sociedades anónimas abiertas no podrán incluir limitaciones a la libre disposición de las acciones. Los pactos particulares entre accionistas relativos a cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el Registro de Accionistas. Si así no se hiciera, tales pactos serán inoponibles a terceros. Estos pactos no afectarán la obligación de la sociedad de inscribir sin más trámites los traspasos que se le presenten. Adicionalmente, la Ley 18.045 en su Artículo 98, define el concepto de acuerdo de actuación conjunta señalando que se trata de la convención entre dos o más personas que participan simultáneamente en la propiedad de una sociedad, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas controladas, mediante la cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma. Se presumirá que existe tal acuerdo entre las siguientes personas: entre representantes y representados, entre una persona y su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, entre entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, y entre una sociedad y su controlador o cada uno de sus miembros.

La Superintendencia podrá calificar si entre dos o más personas existen acuerdos de actuación conjunta considerando entre otras circunstancias, el número de empresas en cuya propiedad participan simultáneamente, la frecuencia de votación coincidente en la elección de directores o designación de administradores y en los acuerdos de las juntas extraordinarias de accionistas.

4.4. Adquisición de acciones por parte del propio emisor

En Colombia, México, Costa Rica y Ecuador está permitido adquirir acciones de la propia emisión únicamente por decisión de los accionistas, inclusive en Colombia se solicita un quórum especial del 70% de las acciones suscritas para su aprobación.

En Brasil, aunque no se requiere la aprobación de los accionistas para efectuar recompra de acciones de propia emisión, los estatutos del emisor deben permitirlo u otorgar poder a la administración para autorizar este procedimiento. No obstante, se prohíbe expresamente el ejercicio de este tipo de operaciones, entre otras situaciones, cuando está relacionada a una reducción de capital.

En Chile, además de permitir sólo a sociedades anónimas que tengan transacción bursátil la adquisición de acciones de propia emisión por acuerdo de al menos los dos tercios de las acciones con derecho a voto, admite tal hecho ante el ejercicio del derecho a retiro por parte de los accionistas y, a diferencia de lo planteado por la legislación brasileña, se permite tal operación en caso de disminuciones de capital provenientes de una reforma de estatutos.

En ciertos países existen limitaciones a los porcentajes de tenencia de acciones propias, como por ejemplo en Brasil, donde las compañías no pueden mantener más del 10% de cada clase de acciones en circulación, incluyendo aquellas que se encuentran en poder de sociedades controladas, para estos efectos se entiende por acciones en circulación todas las acciones representativas de capital de la compañía menos las de propiedad del accionista controlador. Del mismo modo, en Chile, ninguna sociedad podrá mantener en cartera acciones de propia emisión, representativas de un monto superior al 5% de sus acciones suscritas y pagadas obligando a enajenar los excesos en 90 días contados desde su adquisición, por otro lado, en este país, las acciones adquiridas por decisión de una junta de accionistas deben ser enajenadas por la sociedad dentro de un plazo máximo de 24 meses, a contar de su adquisición, si así no se hiciere, el capital quedará disminuido de pleno derecho.

También en Costa Rica se prohíbe que una sociedad sea dueña de más del 50% de su propio capital y, si transcurrido un año desde la adquisición, la sociedad no ha enajenado sus propias acciones, deberá reducir su capital proporcionalmente a los títulos que posea.

En los países antes mencionados, los legisladores han procurado dejar claramente establecido que mientras las acciones se encuentren en poder de la sociedad emisora, sus derechos inherentes quedan suspendidos, no pudiendo ser representadas ni votadas en las asambleas, ni ejercitar derechos sociales o económicos de ningún tipo.

Algunas legislaciones, como la mexicana y la chilena, contemplan la posibilidad de efectuar estas adquisiciones a través de Ofertas Públicas. En el primer caso se obliga a efectuar una oferta pública de compra cuando el número de acciones que se pretenda obtener en una o varias operaciones, dentro de 20 días hábiles, sea igual o superior al 3% de las acciones en circulación de la emisora.

En el caso chileno la Ley otorga esta opción sin expresar límites, sin embargo hay que considerar la limitación mencionada previamente relativa a que ninguna sociedad podrá mantener en cartera acciones de propia emisión, representativas de un monto superior al 5% de sus acciones suscritas, por lo que extrañamente la oferta se efectuaría por un porcentaje mayor.

Excepcionalmente, en El Salvador y Bolivia, las legislaciones prohíben las adquisiciones de acciones de propia emisión, salvo por adjudicación judicial.

4.5. Conflictos de interés entre los administradores y los accionistas

Para mitigar este problema existen normas que implican un mayor control de las labores de los directivos, requiriendo la creación de diversos comités o consejos que apoyen a la administración y supervisen su desempeño y, al mismo tiempo, exigiéndoles a los directores y ejecutivos principales, informar sobre sus decisiones y actuaciones a los accionistas y al mercado en general.

Por ejemplo, en Argentina debe existir un Consejo de Vigilancia, que es un órgano integrado por tres hasta un máximo de quince accionistas elegidos por la Asamblea, entre cuyas funciones se encuentra el control de legalidad y de gestión sobre el Directorio; la posibilidad de impedir la celebración de determinados actos por parte de la empresa en caso que el Estatuto así lo establezca y la designación de directores. Además, la Comisión Fiscalizadora es obligatoria para las Sociedades que hacen oferta pública. Se compone de tres o más síndicos (en número impar) designados por la Asamblea. Los síndicos deben reunir una serie de requisitos: título de abogado o contador público con título habilitante y tener domicilio real en el país (art. 185 LSC).

El Estatuto determinará la duración en el cargo, que no podrá exceder de tres ejercicios. La LMC en su art. 79 establece como novedad que los miembros de la Comisión Fiscalizadora deberán ser independientes. A su vez, la Asamblea extraordinaria de accionistas podrá decidir si la Sociedad prescinde de la Comisión Fiscalizadora ante la existencia de un Comité de Auditoría. La LMC exige en su art. 109 la conformación de un Comité de Auditoría⁶⁰, que funcionará en forma colegiada con tres o más miembros

60. Corresponde al comité de auditoría: a) Opinar respecto de la propuesta del directorio para la designación de los auditores externos... y velar por su independencia; b) Supervisar el funcionamiento de los sistemas de control interno y del sistema administrativo contable...; c) Supervisar la aplicación de las políticas en materia de información sobre la gestión de riesgos de la sociedad; d) Proporcionar al mercado información completa respecto de las operaciones en las cuales exista conflicto de intereses con integrantes de los órganos sociales o accionistas controlantes; e) Opinar sobre la razonabilidad de las propuestas

del Directorio y cuya mayoría deberá necesariamente invertir la condición de independiente. El deber de lealtad de los directores en las Sociedades que hacen oferta pública de sus acciones está previsto en el art. 78 de la LMC. Los directores tienen prohibido hacer uso de los activos sociales y de cualquier información confidencial, con fines privados, así como de aprovechar, o de permitir que otro aproveche, ya sea por acción o por omisión, las oportunidades de negocio de la Sociedad. Además están obligados a ejercer sus facultades únicamente para los fines para los que la ley, el Estatuto, la Asamblea o el Directorio se las hayan concedido, y de velar por que su actuación nunca incurra en conflicto de intereses, directo o indirecto, con los de la Sociedad. El art. 274 LSC establece que los directores responden ilimitada y solidariamente hacia la Sociedad, los accionistas y los terceros por el mal desempeño en su cargo, así como por violación de la Ley, el Estatuto o el Reglamento y por cualquier daño que produzca con dolo o culpa grave.

En Brasil, aunque sin establecer la constitución obligatoria del comité, la Instrucción CVM 308/1999⁶¹ prevé la creación de un Comité de Auditoría Estatutario (CAE) como condición para que las compañías cotizadas puedan extender de cinco (5) para 10 (diez) años el plazo máximo para permanecer con el mismo auditor.

Sin embargo, para los emisores de valores en Colombia sí es obligatoria la constitución de un comité de auditoría⁶². El Comité de Auditoría es un órgano de asesoría y apoyo de la junta directiva, encargado de supervisar el cumplimiento del programa de auditoría interna, el cual deberá tener en cuenta los riesgos del negocio y evaluar integralmente la totalidad de las áreas del emisor. Asimismo, velará por que la preparación, presentación y revelación de la información financiera se ajuste a lo dispuesto en la ley. Dicho comité debe estar integrado por lo menos por tres (3) miembros de la junta directiva, quienes deben tener experiencia por ser conocedores de los temas asignados a este órgano y estar integrado por todos los miembros independientes.

En Chile, al igual que en las otras legislaciones, la regulación se ha encargado de forzar a los emisores a crear mecanismos de control. Es así como, entre otras medidas, las sociedades que alcanzan un cierto patrimonio bursátil están obligadas a designar a un comité de directores integrado por tres miembros, la mayoría de los cuales

de honorarios y de planes de opciones sobre acciones de los directores y administradores de la sociedad que formule el órgano de administración; f) Opinar sobre el cumplimiento de las exigencias legales y sobre la razonabilidad de las condiciones de emisión de acciones o valores convertibles en acciones, en caso de aumento de capital con exclusión o limitación del derecho de preferencia; g) Verificar el cumplimiento de las normas de conducta que resulten aplicables; h) Emitir opinión fundada respecto de operaciones con partes relacionadas en los casos establecidos por la presente ley..."

61. Modificada en su redacción por la Instrucción 509, de 16 de noviembre de 2011

62. Artículo 45 de la Ley 964 de 2005

deben ser independientes del controlador (los directores vinculados al controlador podrán constituir mayoría si la cantidad de directores independientes no fuere suficiente para lograrla). Entre las funciones de este comité se encuentra la de examinar los informes de los auditores externos e información financiera presentados por los administradores a los accionistas, pronunciarse respecto de ellos antes de que éstos sean presentados a los accionistas para su aprobación, y examinar las operaciones de la sociedad con sus relacionados o aquellas en que los directores hayan tenido algún interés.

El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (conassif) de Costa Rica, a través de diversos reglamentos, ha establecido la necesidad de que los participantes del mercado cuenten con comités de apoyo en sus Consejos Directivos (Comité de Auditoría)⁶³.

Al igual que en Portugal, la Ley del Mercado de Valores de España establece que las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores deberán tener un comité de auditoría⁶⁴. Además la Ley 31/2014 por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital, obliga a contar con una, o dos comisiones separadas, de nombramientos y retribuciones. En ambos casos, estas comisiones estarán compuestas únicamente por consejeros no ejecutivos, recayendo siempre la presidencia en un consejero independiente.

Con carácter general para todas las entidades integrantes del sistema financiero de El Salvador que puedan considerarse como sociedades cotizadas (bancos, sociedades de seguros y entidades administradoras de fondos de pensiones), la ley determina la obligación para que cuenten con un Comité de Auditoría y se prevé la creación de un Comité de Riesgos, el cual debe estar constituido al menos por un Director Externo, un funcionario de la Alta Gerencia y un ejecutivo que tenga como responsabilidad la gestión de los riesgos de la entidad. El Comité estará presidido por un Director con conocimiento en finanzas.

También en Honduras se deberán conformar, al menos, los siguientes comités: Comité de Auditoría; Comité de Políticas de Selección de Personal y Ejecutivos Claves; Comité de Gobierno Corporativo; y Comité de Riesgos.

63. En Costa Rica, la Bolsa Nacional de Valores, S.A. es el organismo autorregulador para los emisores no financieros que decidan adoptar su Reglamento de Gobierno Corporativo en lugar del emitido por el Conassif. El Reglamento de Gobierno Corporativo de la Bolsa Nacional de Valores requiere que las empresas cuenten con un Comité de Auditoría y un Comité de Compensación.

64. El Código Unificado de Gobierno Corporativo también contiene recomendaciones sobre la composición y funciones de las comisiones de control. Recomendación 39: Que el consejo de administración constituya en su seno, además del comité de auditoría exigido por la Ley del Mercado de Valores, una comisión, o dos comisiones separadas, de nombramientos y retribuciones.

En Panamá, la Ley General de Sociedades (Ley 32 de 26 de febrero de 1927) en su artículo 61 establece que “Si el pacto social o los estatutos no disponen otra cosa, la Junta Directiva podrá nombrar dos o más miembros de su seno que constituirán un comité o comités, con todas las facultades de la Junta Directiva en la dirección de los negocios de la compañía, pero con sujeción a las restricciones que se expresan en el pacto social, en los estatutos, o en las resoluciones en que hubieren sido nombrados. A nivel del mercado de valores, el Acuerdo 12-2003 de 11 de noviembre de 2003, hace recomendaciones tanto para emisores (compañías registradas) como para entes regulados y supervisados, de la conformación de Comité específicos, entre los cuales se encuentran: Comité de Auditoría, Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos, Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Claves.

En el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Jubilaciones es de forma obligatoria la conformación de Comité de Riesgos cuya composición y reglas de funcionamiento deberán constar por escrito, debiendo ser presidido por un Ejecutivo Principal de Administrador de Inversiones de la entidad, y contará al menos con tres miembros de reconocida honorabilidad y con conocimiento y experiencia en finanzas, mercados e inversiones.

En Perú, el artículo 174 de la LGS faculta al directorio a delegar alguna de sus funciones a uno o más directores y permite que conformen comités especiales. El Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas⁶⁵ en su Principio 21, recomienda que el Directorio de la sociedad conforme, entre sus miembros, comités especiales que se enfoquen en el análisis de aquellos aspectos más relevantes para el desempeño de la sociedad, tales como auditoría, nombramientos y retribuciones, riesgos, Gobierno Corporativo, entre otros.

En República Dominicana, cada sociedad anónima de acuerdo con la Ley de Sociedades, será supervisada por uno o varios comisarios de cuentas que podrán tener suplentes de acuerdo con los estatutos. Serán personas físicas designadas por la asamblea general de accionistas.

Finalmente, en Uruguay, la ley 18627 y el Decreto que la reglamenta estipulan que como buena práctica de Gobierno Corporativo los emisores de valores de oferta pública deberán designar un Comité de Auditoría y Vigilancia, Auditoría Interna independiente, y por estatuto podrá organizar un comité ejecutivo.

65. como mínimo recomienda que la sociedad cuente con un Comité de Nombramientos y Retribuciones y un Comité de Auditoría.

4.6. Ofertas Públicas de Adquisición

Un tema especialmente relevante y de importancia creciente es el de la Protección de los derechos del accionista minoritario en el caso de que se produzca una Oferta Pública de Adquisición (OPA). En el contexto Iberoamericano, y tal como se describe pormenorizadamente en el capítulo 11 de esta obra, hemos visto que se produce una elevada concentración de la propiedad empresarial, por lo que una regulación adecuada del mercado de control empresarial, puede ser fundamental para desarrollar el mercado accionario, hoy todavía muy por debajo del de otras regiones con economías emergentes.

Y uno de los aspectos más destacadas e íntimamente relacionado con la Protección de los accionistas minoritarios, es el marco regulatorio que configura mecanismos de protección equitativa de todos los socios ante un operación de toma de control empresarial que, en muchos casos, acaba con la exclusión del valor en los mercados.

Con carácter general, las legislaciones iberoamericanas prevén que, en caso de que se produzca una oferta pública de adquisición de acciones que coticen en un mercado secundario oficial, dicha oferta se dirija a todos los accionistas y no únicamente a aquellos que disponen de un paquete mayoritario. Ello obedece a la intención del legislador de que la prima de control, que eventualmente se genera al asumir la dirección de la compañía por parte del accionista mayoritario y controlador, quede repartido entre todos los socios.

Así por ejemplo estos requisitos en España vienen establecidos para la oferta obligatoria cuando se alcanza el control en el art. 3 del RD1066/2007 que determina la obligación "...de formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares..."

En México el art. 98 de la LMV de 30-12-2005 regula las ofertas públicas forzosas, señalando en su apartado III b que la oferta se realizará "...por el cien por ciento del capital social cuando el oferente pretenda obtener el control de la sociedad".

En Chile el art. 199 bis de la Ley 20.382 establece que en el caso de que se alcancen o superen los dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto, se deberá lanzar una OPA por las acciones restantes en el plazo de 30 días, lo que se denomina en el país OPA residual en el caso de que no se realice la oferta en el plazo señalada, nace para el resto de los accionistas el derecho de retiro.

En Argentina, el art. 86 y ss de la Ley 26.831 establece que toda OPA voluntaria y obligatoria debe dirigirse a todos los titulares de acciones y es obligación de la CNV

asegurar y prever "la igualdad de tratamiento entre accionistas tanto en las condiciones económicas y financieras como en cualquier otra condición".

Ahora bien cabe preguntarse qué ocurre en los supuestos en los que, bien sea por la propia compañía o por el accionista mayoritario, se pretende excluir a la empresa de la cotización en los mercados.

En este supuesto, la consecuencia más inmediata para el accionista minoritario es la pérdida de liquidez de sus valores ante la imposibilidad de venderlos en los mercados financieros, lo cual supone para algunos autores⁶⁶ la modificación del régimen jurídico aplicable a la sociedad toda vez que cae fuera del alcance de la especial supervisión y tutela que supone la regulación del mercado de valores.

La solución que los diferentes ordenamientos ofrecen a la exclusión de la sociedad de los mercados de valores no es ni mucho menos homogénea.

Una fórmula que se registra en algunas jurisdicciones es la de obligar a utilizar la denominada OPA de exclusión de carácter obligatorio que según algunos autores se justifica por la debida tutela de los accionistas minoritarios al permitirles a través de este mecanismo su desinversión como consecuencia de la exclusión de cotización de sus acciones y los perjuicios que la nueva situación de falta de liquidez podría conllevar⁶⁷.

En este sentido en Colombia, se establece la obligación de formular una OPA denominada de desliste o de cancelación en el Registro Nacional de Valores según lo dispuesto en los artículos 1.2.23 y siguientes del Decreto 3139 de 2006⁶⁸.

En España el régimen de OPAS de exclusión se halla regulado en los artículos 10 y 11 del Real Decreto 1066/2007 (RD de OPAS).

El art. 10 establece la obligación de lanzar una OPA cuando la mayoría social acuerde la exclusión de la compañía de negociación bursátil dirigiendo la oferta a todos los titulares de acciones así como a los titulares de derechos de suscripción preferente y de obligaciones convertibles y canjeables en acciones. El precio deberá pagarse en dinero.

Al régimen general descrito hay que oponer algunas excepciones establecidas en el art. 11 de RD de OPA citado.

66. Sánchez-Calero F, Ofertas Públicas de Adquisición

67. Vid La oferta pública de adquisición de valores de exclusión y la tutela de accionistas minoritarios. Luis Cazorla es el accionista minoritario en la Sociedad Cotizada. Edit. La Ley, págs. 613 y ss.

68. Vid Concepto 2007033234-001 de 19 de junio de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

La primera excepción se refiere a los supuestos de ventas forzosas a los que nos referiremos más adelante.

Sin duda la excepción más relevante consiste en el llamado procedimiento intermedio que se contienen en el art 11d RD de OPAS citado. Dicho procedimiento faculta al supervisor, en este caso la CNMV, exonera de la obligación de formular la OPA de exclusión "d) cuando se hubiera realizado con anterioridad una oferta pública de adquisición por la totalidad del capital de la sociedad afectada en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además, se justifique el precio, según lo previsto en los apartados 5 y 6 del artículo 10 mediante un informe de valoración, y se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra de dichos valores, al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente".

Como acertadamente expresa Cazorla González Serrano⁶⁹ "El fundamento de dicha exclusión reside en entenderse suficientemente garantizados los intereses de los accionistas minoritarios frente a la exclusión de la cotización y ser excesivamente gravoso e ineficiente imponer otra OPA de exclusión habiéndose formulado otra anteriormente".

En efecto, el legislador también hace uso de otros mecanismos de protección de los derechos del accionista afectado por una OPA, como son las compras y ventas forzosas (*squeeze out* y *sell out* en terminología inglesa) que aparece también desarrollado en el capítulo 11 de este libro.

Las compras y ventas forzosas constituyen tras finalizar una OPA, la última oportunidad bien sea a la compañía (*squeeze out*) o al accionista minoritario (*sell out*) de que se excluye al 100% la exclusión de la sociedad de la negociación bursátil.

Así, la compra forzosa tiene como fundamento que el accionista minoritario y residual no aproveche su situación para obtener un precio superior al de la OPA previa.

Por el contrario, la venta forzosa se articula como un derecho del accionista minoritario de obligar a la compañía a comprar sus acciones bajo determinadas circunstancias de elevada concentración de la propiedad y limitada liquidez del valor.

69. La oferta pública de adquisición de valores de exclusión y la tutela de accionistas minoritario. OP cit. Pág. 624.

Estos mecanismos tienen todavía escaso desarrollo en la regulación Iberoamericana, tal y como se pone de manifiesto en el capítulo 11 de esta obra al cual nos remitimos⁷⁰.

■ 5. CONCLUSIONES

A lo largo de este capítulo se ha expuesto cómo se regula el ejercicio de ciertos derechos subordinados a la titularidad de una cuota de capital —derechos de accionistas minoritarios o derechos de minoría—, y una de las primeras reflexiones que se deben hacer es que, indudablemente, la eficacia o ineficacia de los derechos de los accionistas minoritarios se vincula a que los requisitos mínimos se adecuen a la realidad empresarial y bursátil de cada país.

Las características específicas de las estructuras de propiedad de las empresas de Iberoamérica, así como de los mercados donde se negocian sus títulos, deben tenerse muy presentes a la hora de formular y promulgar normas para la protección de los accionistas, ya que de lo contrario los resultados finales podrían ir en sentido opuesto de las metas regulatorias iniciales.

Por otra parte, para mejorar la protección de los accionistas, los legisladores pueden introducir ciertos mecanismos que ayudan a reforzar el papel de las Juntas y Asambleas Generales de Accionistas para equilibrar los intereses entre los accionistas minoritarios, los controladores y los administradores de las empresas cotizadas y, también, para reducir las asimetrías de información.

Finalmente, señalar que la incorrecta y abusiva utilización por parte de los minoritarios del conjunto de mecanismos legales o estatutarios previstos en defensa de sus derechos, puede distorsionar la finalidad para los que fueron concebidos y causar un grave perjuicio tanto para la Sociedad como para los *Stakeholders*.

70. En Argentina, el Régimen de participaciones residuales se regula en los arts. 91 a 96 de la Ley 26.831. En Brasil ver Ley 6404, art. 48-5 e Instrucción 361 art. 10.2. Chile Vid, art. 199 bis de la Ley 20.382. En España la regulación se detalla en el art. 47 y ss del RD 1066 de 2007.

CAPÍTULO 9

La Junta General de Accionistas. Su funcionamiento y competencias

Óscar Arrús
Abogado. Garrigues

1. INTRODUCCIÓN
2. COMPETENCIA DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS
3. FUNCIONES DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS
 - 3.1. Decisiones que deben adoptarse en la Junta Obligatoria Anual
 - 3.2. Otras decisiones de la Junta General de Accionistas
4. PROCESO PARA LA FORMACIÓN DE LA VOLUNTAD DE LA SOCIEDAD
 - 4.1. Lugar de celebración de la Junta General de Accionistas
 - 4.2. Convocatoria a la Junta General de Accionistas
 - 4.3. Derecho al voto y representación en la Junta General de Accionistas
 - 4.4. Actas de la Junta General de Accionistas
5. CONCLUSIÓN

1. INTRODUCCIÓN

Las sociedades de capital en Iberoamérica tienen como elemento común la obligación de contar con una Junta General de Accionistas (denominada en algunas jurisdicciones como Asamblea General de Accionistas o Junta de Socios) que constituye el órgano social de mayor jerarquía y que se encarga de la orientación general de las políticas de la compañía y la adopción de las decisiones más trascendentales de una sociedad. En algunas jurisdicciones, y para determinados tipos societarios, resulta obligatorio que dicha Junta General de Accionistas sea independiente y se encuentre separada del órgano de administración (denominado Consejo de Administración, Directorio, Junta Directiva, etc.), aunque existen otras donde hay tipos societarios de capital que permiten que la Junta General de Accionistas asuma las funciones de administración, como ocurre en Colombia con la sociedad por acciones simplificada, en la que la existencia de una junta directiva no es imperativa, o en México, en donde también se permite que la administración de las sociedades anónimas sea confiada a un administrador único, quien debe cumplir las resoluciones adoptadas por la Junta General de Accionistas.

La Junta General de Accionistas, como su nombre indica, es la reunión de los accionistas. Cumpliendo con los requisitos legales y estatutarios de convocatoria, lugar y quórum, se celebra para deliberar y votar determinados asuntos de su competencia¹. Solo existen ciertas excepciones a lo mencionado, como el hecho de que existen asuntos que pueden ser tratados en la Junta sin necesidad de haber sido contemplados en la convocatoria o asuntos en los que la convocatoria no es necesaria porque están presentes todos los accionistas y se acuerda por unanimidad tratar determinados asuntos.

2. COMPETENCIA DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS

La Junta General de Accionistas es un órgano con múltiples funciones que la ley o los estatutos sociales le atribuyen y que en términos generales consisten en la expresión de la voluntad social a efectos de autorizar las operaciones de mayor envergadura e importancia.

En este sentido, los artículos 114 y 115 de la Ley General de Sociedades Peruana establece que las principales funciones de dicho órgano son resolver todo lo que atañe a la aprobación del balance y el destino de las utilidades; a la elección de los directores; a realizar investigaciones y auditorías especiales; a la modificación de los estatutos; al aumento y reducción de capital; y, los asuntos que sean de gran importancia para la

1. TALLEDO MAZÚ y CALLE FIOCCO, Manual Societario, Editorial Economía y Finanzas, Lima, 1992, p. 93.

sociedad². Dicho listado coincide en gran medida con el previsto en los artículos 187 y 420 del Código de Comercio de Colombia, el cual establece adicionalmente una competencia residual de forma tal que los estatutos sociales podrán atribuirle cualquier otra función a este órgano, dado el carácter enunciativo y no limitativo del listado legal. De igual manera, los artículos 172, 181 y 182 de la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana relacionan de forma enunciativa los asuntos que son de la competencia de la Asamblea General de Accionistas, los cuales pueden modificarse en los estatutos de cada sociedad.

En el caso de Brasil, la Ley de Sociedades Anónimas establece en su artículo 121 que la Junta General de Accionistas tiene facultades para decidir sobre todas las cuestiones relacionadas con el objeto social de la sociedad y tomar las decisiones que considere oportunas para su protección y desarrollo, teniendo competencia exclusiva para aprobar, aparte de las materias listadas en la ley Peruana, la emisión de obligaciones (debêntures), suspensión de derechos de los accionistas, reorganización societaria, autorización a la administración para proceder al concurso de la sociedad, entre otros (artículo 122).

Por su parte, los artículos 160 y 161 de la Ley de Sociedades de Capital española³ enuncian las competencias exclusivas de la Junta General de Accionistas de las sociedades anónimas en general. El artículo 511 bis de la misma Ley, establece ciertas competencias exclusivas adicionales en el caso de las sociedades anónimas cotizadas; entre las cuales se encuentran la transferencia a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas por la propia sociedad, las operaciones con efecto equivalente al de la liquidación de la sociedad, así como la política de remuneraciones de los consejeros.

Asimismo, como máximo órgano de formación de la voluntad social y por el carácter preponderante dado a este órgano en la mayoría de jurisdicciones iberoamericanas, la Junta General de Accionistas puede decidir sobre todas las otras materias que no sean reservadas exclusiva y excluyentemente por la ley o los estatutos a los demás órganos sociales de ésta como el Directorio, de ser el caso, o la Gerencia. Esto puede no ser lo más recomendable en el caso de una sociedad que cuente con una gran cantidad de accionistas, debido a la falta de agilidad que ello supondría.

2. Las funciones de la Junta General de Accionistas, de acuerdo con el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, deben estar reconocidas y atribuidas con claridad en el estatuto de la sociedad. Asimismo, el referido código menciona que son funciones exclusivas e indelegables de la Junta General de Accionistas la aprobación de la política de retribución del Directorio, la aprobación de los estados financieros y el nombramiento de los miembros del Directorio.

3. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Al ser el órgano soberano de la sociedad, tanto los administradores como los accionistas quedan subordinados a ella. Los primeros, por cuanto que su cargo está en todo momento expuesto a la renovación que pueda adoptar la Junta General de Accionistas; los segundos, por cuanto que todos los socios, incluso las disidentes y los que no hayan participado en la reunión, quedan sometidos a los acuerdos de la Junta.

Sin embargo, los poderes de la Junta no pueden entenderse de un modo tan absoluto, ya que existen límites a los acuerdos de la Junta. En este sentido, no pueden ser adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas, contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres, a las estipulaciones del pacto social o de los estatutos, o lesionando los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios. De lo contrario, estos acuerdos son nulos y podrían ser anulados, si cualquier persona con legítimo interés lo demanda. Estos acuerdos tienen efecto únicamente dentro del ámbito corporativo de la sociedad sin alcanzar a terceros.

3. FUNCIONES DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS

En función de los mecanismos de deliberación y decisión de la Junta General de Accionistas algunas jurisdicciones establecen distintas clases de juntas (ordinarias, extraordinarias, universales, reuniones por derecho propio, reuniones de segunda convocatoria, finales o de liquidación, etc.). No obstante lo anterior, esta diferenciación no es un caso que aplique a todas las jurisdicciones. Por ejemplo, la legislación peruana ha optado por no realizar ninguna distinción entre las reuniones que lleven a cabo los accionistas, sin perjuicio de que la doctrina peruana sí ha optado por distinguir entre juntas extraordinarias y ordinarias; a diferencia del caso español, en donde, tanto la legislación como la doctrina española, han establecido diferencias entre juntas extraordinarias y ordinarias, sean o no universales.

Dicha diferenciación entre reuniones ordinarias y extraordinarias obedece a un elemento común en las distintas jurisdicciones que consiste en la obligatoriedad de que exista una junta, que debe reunirse, cuando menos, una vez al año. En el caso peruano y colombiano dicha reunión (denominada Junta Obligatoria Anual en el primer caso y Asamblea General Ordinaria en el segundo) deberá tener lugar dentro de los tres meses siguientes a la terminación del ejercicio económico⁴, mientras que en

4. Código de Comercio de Colombia, artículo 422: *“Las reuniones ordinarias de la asamblea se efectuarán por lo menos una vez al año, en las fechas señaladas en los estatutos y, en silencio de éstos, dentro de los tres meses siguientes al vencimiento de cada ejercicio, para examinar la situación de la sociedad, designar los administradores y demás funcionarios de su elección, determinar las directrices económicas de la compañía, considerar las cuentas y balances del último ejercicio, resolver sobre la distribución de utilidades y*

los casos mexicano y brasileño el plazo es de cuatro meses⁵ y en el caso español dicho plazo es de seis meses⁶.

No obstante lo anterior, esta diferenciación entre reuniones ordinarias y extraordinarias no obedece únicamente a aspectos temporales sino igualmente a los temas que deben ser discutidos. A continuación incluimos un resumen no exhaustivo de las principales decisiones que deben ser objeto de deliberación y decisión en la Junta Obligatoria Anual, tomando como referente el caso peruano.

3.1. Decisiones que deben adoptarse en la Junta Obligatoria Anual

A) Pronunciarse sobre la gestión social y los resultados económicos del ejercicio anterior expresados en los correspondientes estados financieros

El pronunciamiento de la Junta Obligatoria Anual se realiza a través de una aprobación o desaprobación de la gestión y de los resultados. La aprobación de estos no descarta en absoluto las responsabilidades de los directores y gerentes y, por otro lado, la desaprobación entraña una censura a la administración de la sociedad.

Al momento de pronunciarse sobre la gestión y sobre los resultados económicos, la Junta ha de tener a la vista la memoria anual, los estados financieros y la propuesta de aplicación de las utilidades, si las hubiese. Estos documentos deben, de acuerdo con la legislación aplicable, expresar con claridad y precisión la situación económica

acordar todas las providencias tendientes a asegurar el cumplimiento del objeto social . Si no fuere convocada, la asamblea se reunirá por derecho propio el primer día hábil del mes de abril, a las 10 a.m., en las oficinas del domicilio principal donde funcione la administración de la sociedad. Los administradores permitirán el ejercicio del derecho de inspección a los accionistas o a sus representantes durante los quince días anteriores a la reunión."

5. Ley General de Sociedades Mercantiles de México. Artículo 181.- La Asamblea Ordinaria se reunirá por lo menos una vez al año dentro de los cuatro meses que sigan a la clausura del ejercicio social y se ocupará, además de los asuntos incluidos en la orden del día, de los siguientes: I.- Discutir, aprobar o modificar el informe de los administradores a que se refiere el enunciado general del artículo 172, tomando en cuenta el informe de los comisarios, y tomar las medidas que juzgue oportunas. II.- En su caso, nombrar al Administrador o Consejo de Administración y a los Comisarios; III.- Determinar los emolumentos correspondientes a los Administradores y Comisarios, cuando no hayan sido fijados en los estatutos.

Ley de Sociedades Anónimas de Brasil. Artículo 132. Anualmente, en los cuatro (4) meses siguientes al cierre del año fiscal, deberá haber una junta general para: I - tomar las cuentas de gestión, examinar, discutir y votar los estados financieros; II - decidir sobre la asignación de los ingresos netos y la distribución de dividendos; III - elegir a directores y miembros del consejo de supervisión, en su caso; y IV - aprobar la revalorización del capital social (artículo 167).

6. Ley de Sociedades de Capital de España. Artículo 164: "1. La junta general ordinaria, previamente convocada al efecto, se reunirá necesariamente dentro de los seis primeros meses de cada ejercicio, para, en su caso, aprobar la gestión social, las cuentas del ejercicio anterior y resolver sobre la aplicación del resultado. 2. La junta general ordinaria será válida aunque haya sido convocada o se celebre fuera de plazo".

y financiera de la sociedad, el estado de sus negocios y los resultados obtenidos en el ejercicio vencido. Además, en el caso de los estados financieros, estos deben ser puestos a disposición de los accionistas con antelación, y se deben preparar y presentar de conformidad con las disposiciones legales sobre la materia y en base a los principios de contabilidad generalmente aceptados en el país.

Luego, en la memoria el Directorio da cuenta a la junta general de la marcha y estado de los negocios, los proyectos desarrollados y los principales acontecimientos ocurridos durante el ejercicio, así como de la situación de la sociedad y los resultados obtenidos.

En el caso peruano, por ejemplo, la memoria debe contener cuando menos:

- 1) La indicación de las inversiones de importancia realizadas durante el ejercicio.
- 2) La existencia de contingencias significativas.
- 3) Los hechos de importancia ocurridos luego del cierre del ejercicio.
- 4) Cualquier otra información relevante que la junta general deba conocer.
- 5) Los demás informes y requisitos que señale la ley.

Con todos estos elementos, que reflejan el universo de la gestión social, y de los resultados económicos y financieros de la sociedad, la Junta Obligatoria Anual se encuentra en la posición de tomar una decisión informada y aprobar, desaprobar u observar cualquier aspecto del manejo de la sociedad.

En el caso mexicano, la Ley General de Sociedades Mercantiles establece que será la Asamblea General Ordinaria de Accionistas la facultada para aprobar las cuentas anuales de la sociedad. Es importante señalar que, además de recibir el informe de los administradores (equivalente a la memoria del Directorio), los accionistas mexicanos deben recibir —para su aprobación— un informe del o los comisarios de la sociedad⁷. Dicho informe debe incluir la opinión del o de los comisario(s) sobre la veracidad, suficiencia y razonabilidad de la información presentada por el Consejo de Administración a la propia Asamblea de Accionistas. Lo anterior, con la finalidad de que los accionistas —aún si no son expertos en finanzas o contabilidad— cuenten con elementos suficientes que les permitan tomar una decisión informada sobre la gestión de los administradores.

7. El legislador mexicano, atendiendo a la falta de experiencia de algunos comerciantes en la interpretación de estados financieros, consideró necesario crear un órgano social encargado de vigilar la gestión de los negocios sociales encomendada a los administradores, al cual denominó "comisario". Así, el Artículo 164 de la Ley General de Sociedades Mercantiles establece: "La vigilancia de la sociedad anónima estará a cargo de uno o varios Comisarios, temporales y revocables, quienes pueden ser socios o personas extrañas a la sociedad".

En el caso brasileño, los administradores deben poner a disposición de los accionistas, en el plazo de un mes antes de la fecha fijada para la realización de la Junta General Ordinaria de Accionistas, (i) el informe de gestión de negocios de la sociedad y los principales hechos administrativos del año anterior; (ii) los estados financieros; (iii) la opinión de los auditores independientes, en su caso; (iv) la opinión del consejo de supervisión (Conselho Fiscal), incluyendo los votos disidentes, en su caso; y (v) otros documentos pertinentes a los asuntos incluidos en el orden del día⁸. En el supuesto de que la sociedad sea cotizada, aparte de los documentos mencionados anteriormente, deben asimismo ser facilitados (i) comentarios de los administradores acerca de la situación financiera de la sociedad; (ii) propuesta de destinación de los beneficios netos del año; y (iii) opinión del comité de auditoría, en su caso⁹.

Por su parte, en España, la Ley de Sociedades de Capital establece la obligación al órgano de administración de formular las cuentas anuales, un informe de gestión y realizar una propuesta de aplicación del resultado. Las cuentas anuales deberán ser aprobadas por la Junta General Ordinaria y deberán incluir el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, un estado que refleje los cambios en el patrimonio neto del ejercicio, un estado de flujos de efectivo y la memoria. Asimismo, para el caso de las sociedades cotizadas, los administradores deberán realizar un informe de Gobierno Corporativo, el cual deberá contener una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento en la práctica; así como un informe sobre remuneraciones de los consejeros incluyendo las remuneraciones que perciban en su condición de consejeros y por el desempeño de funciones ejecutivas.

En Iberoamérica existe entonces uniformidad en cuanto a la función de la Junta General Ordinaria de aprobar la gestión social y los resultados económicos del ejercicio anterior, partiendo del estudio de los estados financieros del ejercicio anterior que han sido elaborados por los órganos de administración.

B) Resolver sobre la aplicación de las utilidades, si las hubiere

La segunda función de la Junta Obligatoria Anual en dicha reunión es pronunciarse sobre el destino de las utilidades que se hayan generado en el ejercicio, de ser el caso. En términos generales, ésta es una tarea típica e indelegable de la Junta.

Es preciso tomar en consideración que la distribución de utilidades sólo puede hacerse en mérito de los estados financieros preparados al cierre de un período determinado o a la fecha de corte que en circunstancias especiales acuerde el Directorio.

8. Artículo 133 de la Ley de Sociedades Anónimas Brasileña.

9. Instrucción de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil n^o 480/2009 y 488/2010.

Las sumas que se repartan no pueden exceder del monto de las utilidades que se obtengan.

Es importante mencionar que en algunas jurisdicciones, como en México, Brasil, Colombia y España las utilidades repartibles están limitadas no sólo al monto de las utilidades que efectivamente se obtengan, sino a la formación de un “fondo de reserva”. El objetivo del referido fondo es asegurar la integridad del capital social, siendo que el mismo sólo puede ser utilizado para compensar pérdidas o aumentar el capital social. En el caso mexicano y brasileño, la porción de utilidades que se debe destinar al fondo equivale al 5% de las utilidades netas de cada ejercicio hasta que el importe de dicho fondo sea equivalente a una quinta parte (en México) o un máximo del 20% (en Brasil) del capital social de la sociedad¹⁰. Por su parte, en España, la porción de utilidades que se debe destinar al fondo de reserva equivale al 10% de las utilidades netas de cada ejercicio, hasta que el importe de dicha reserva equivalga a un 20% del capital social¹¹. En el caso colombiano la reserva legal (en las sociedades anónimas ya que no aplica a las sociedades por acciones simplificada) es del 10% de las utilidades líquidas hasta alcanzar el 50% del capital suscrito.

C) Elegir cuando corresponda a los miembros del Directorio y fijar su retribución

Otra de las funciones relevantes de la Junta Obligatoria Anual es designar a los administradores y demás funcionarios de su elección. En el caso específico del órgano de administración, esta función dependerá en gran medida del plazo para el cual fueron designados sus miembros. La Junta puede designar a las personas que ella considere conveniente como directores, salvo por los impedimentos que señala la ley a ciertas personas tales como los quebrados, los funcionarios y servidores públicos que cumplan ciertos requisitos, entre otros. En el caso mexicano, por ejemplo, la ley prohíbe designar como directores a los comisarios así como a aquellas personas los que conforme a la ley estén inhabilitados para ejercer el comercio.

10. Ley General de Sociedades Mercantiles de México. Artículo 20.- De las utilidades netas de toda sociedad, deberá separarse anualmente el cinco por ciento, como mínimo, para formar el fondo de reserva, hasta que importe la quinta parte del capital social. El fondo de reserva deberá ser reconstituido de la misma manera cuando disminuya por cualquier motivo.

Artículo 21.- Son nulos de pleno derecho los acuerdos de los administradores o de las juntas de socios y asambleas, que sean contrarios a lo que dispone el artículo anterior. En cualquier tiempo en que, no obstante esta prohibición, apareciere que no se han hecho las separaciones de las utilidades para formar o reconstituir el fondo de reserva, los administradores responsables quedarán ilimitada y solidariamente obligados a entregar a la sociedad, una cantidad igual a la que hubiere debido separarse. [...]

11. Ley de Sociedades de Capital de España. Artículo 274.- “1. En todo caso, una cifra igual al diez por ciento del beneficio del ejercicio se destinará a la reserva legal hasta que esta alcance, al menos, el veinte por ciento del capital social. 2. La reserva legal, mientras no supere el límite indicado, solo podrá destinarse a la compensación de pérdidas en el caso de que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin.”

En España, al igual que en la mayoría de países iberoamericanos, la Junta de Accionistas puede designar como consejeros a quien estime conveniente con distintos límites legales, por ejemplo, personas inhabilitadas con arreglo a la Ley Concursal, funcionarios, entre otros. Además, se debe cumplir con ciertos requisitos de nombramiento de distintas categorías de consejeros (dominicales, ejecutivos o independientes). En las sociedades cotizadas, previo a la junta en la que se vaya a nombrar, ratificar o reelegir un consejero, se deberá proporcionar a los accionistas, a través de la página web de la sociedad, información referente a la identidad, currículum y categoría a la que pertenece, así como un informe justificativo del consejo valorando al candidato propuesto, al igual que un informe del candidato por parte de la comisión de nombramiento y retribuciones.¹² La duración del mandato será la determinada estatutariamente, la cual no podrá exceder de 4 años (en las sociedades cotizadas), aunque se podrá renovar por períodos de igual duración. Cabe destacar que, con la reciente reforma de la Ley de Sociedades de Capital Española introducida por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, se suprime la posibilidad, en las sociedades cotizadas, de nombrar a consejeros suplentes (figura utilizada en el resto de sociedades de capital, en la cual se designa un consejero que reemplaza a otro que cese en su cargo). Asimismo, con la reforma mencionada, se flexibiliza el procedimiento de nombramiento por cooptación de consejeros en caso de vacantes anticipadas, donde podrán ahora los consejeros designar un consejero que no tendrá que ser, necesariamente accionista de la sociedad. Este sistema de cooptación, en donde son los propios consejeros quienes designan a otro consejero para que sustituya una vacante anticipada en el cargo de consejero, por las características de las sociedades cotizadas, es utilizado frecuentemente.

La remuneración de los miembros del órgano de administración (directores, consejeros, o administradores), que es también una de las funciones que ejercita la Junta Obligatoria Anual, varía según la jurisdicción. En el Perú, el cargo de director, por disposición expresa legal, es siempre retribuido. La dieta que perciban los directores puede consistir en un pago periódico, una dieta por asistencia, una participación sobre

12. Ley de Sociedades de Capital de España. Artículo 518.- *“Desde la publicación del anuncio de convocatoria y hasta la celebración de la junta general, la sociedad deberá publicar ininterrumpidamente en su página web, al menos, la siguiente información: (...) e) En el caso de nombramiento, ratificación o reelección de miembros del consejo de administración, la identidad, el currículum y la categoría a la que pertenezca cada uno de ellos, así como la propuesta e informes a que se refiere el artículo 529 decies. Si se tratase de persona jurídica, la información deberá incluir la correspondiente a la persona física que se vaya a nombrar para el ejercicio permanente de las funciones propias del cargo.”*

Artículo 529 decies.- *“4. La propuesta de nombramiento o reelección de los miembros del consejo de administración corresponde a la comisión de nombramientos y retribuciones, si se trata de consejeros independientes, y al propio consejo, en los demás casos. 5. La propuesta deberá ir acompañada en todo caso de un informe justificativo del consejo en el que se valore la competencia, experiencia y méritos del candidato propuesto, que se unirá al acta de la junta general o del propio consejo. 6. La propuesta de nombramiento o reelección de cualquier consejero no independiente deberá ir precedida, además, de informe de la comisión de nombramientos y retribuciones.”*

las utilidades o un porcentaje de los ingresos, siendo posible la adopción de sistemas mixtos. Asimismo, cada director puede ser retribuido bajo sistemas diversos. Adoptando inclusive un mismo sistema, los directores pueden ser remunerados en cuantía diversa, atendiendo al reparto interno de funciones, delegaciones o calidades personales, según el criterio de la Junta. Por el contrario, en México, el cargo de director puede ser honorario, por lo que los directores pueden renunciar a recibir cualquier clase de emolumento por el desempeño de sus cargos como miembros de la Junta (Consejo de Administración) de la sociedad.

Por su parte, en el caso de España, a raíz de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital por la Ley 31/2014, en las sociedades cotizadas, el cargo de consejero es necesariamente remunerado, salvo disposición en contrario prevista en los estatutos, donde anteriormente el cargo era gratuito salvo disposición en contrario de los estatutos. Finalmente, en Brasil, los administradores tendrán su remuneración fijada teniendo en cuenta sus responsabilidades, el tiempo dedicado a sus funciones, su competencia y reputación profesional y el valor de sus servicios en el mercado. No obstante, la ley no establece expresamente como será constituida la remuneración, tampoco la forma de realizar el pago a los administradores.

D) Designar o delegar en el Directorio la designación de los auditores externos, cuando corresponda

En algunas jurisdicciones iberoamericanas, como es el caso de Perú, el derecho de los accionistas a fiscalizar la actuación del Directorio y la Gerencia no puede ser ejercido directa ni irrestrictamente. Solo puede ser practicado en forma mediata a través de las auditorías o investigaciones que sean dispuestas por los órganos competentes de la sociedad. Cabe resaltar que el estatuto puede ampliar los alcances del derecho de fiscalización estableciendo la obligación de realizar auditorías e investigaciones periódicas, la posibilidad de que se realicen en cualquier momento y sobre cualquier materia o que se obtengan copias de los documentos, entre otros. Claro está que esta ampliación estatutaria del derecho de fiscalización conviene a los socios minoritarios.

En el caso de Colombia, en las sociedades de capital el derecho de fiscalización individual de los accionistas está restringido a los quince días hábiles anteriores a la asamblea general de accionistas en los que vayan a aprobarse balances de fin de ejercicio, sin perjuicio de que la normativa aplicable a la sociedad por acciones simplificada ha flexibilizado este sistema. No obstante lo anterior, sigue siendo la regla general en las sociedades de capital que la fiscalización permanente corresponda a un funcionario elegido por la Asamblea General de Accionistas denominado revisor fiscal cuyas funciones se encuentran expresamente previstas en el artículo 207 del Código de Comercio.

En otras jurisdicciones latinoamericanas, como en México, el derecho de fiscalización de los accionistas sobre la actuación del órgano de administración es más amplio. Como se mencionó líneas arriba, las sociedades anónimas mexicanas están obligadas a designar a uno o varios "comisarios" que estarán a cargo de la vigilancia de la actuación del órgano de administración de la sociedad. Asimismo, cuando los comisarios sean tres o más, la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana otorga a los accionistas minoritarios que posean por lo menos un 25% del capital social (porcentaje que disminuye a 10% en las sociedades anónimas bursátiles), el derecho a designar a por lo menos un comisario. En México, tanto el informe de los administradores como el informe de los comisarios debe ponerse a disposición de (y entregarse una copia a) cada una de los accionistas de la sociedad por lo menos quince días antes de la fecha de celebración de la Asamblea Anual, bajo pena de remoción de los administradores en caso de incumplir con dicha obligación. En España, como medio para fiscalizar la labor de los consejeros, las sociedades cotizadas deben elaborar un informe anual de Gobierno Corporativo, así como un informe de remuneración de los administradores.

En Brasil, el derecho de fiscalizar la actuación de la administración de la sociedad solamente puede ser ejercido por medio de los instrumentos establecidos en ley, es decir: (i) participación en Junta General de Accionistas; (ii) recepción de información financiera (artículos 133 a 135, §3º); (iii) funcionamiento del consejo de supervisión (Conselho Fiscal) (artículo 161); (iv) acceso a los libros de la sociedad (artículo 100, §1º y 105); (v) auditoría independiente (artículo 177, §3º); y (vi) acceso a las informaciones relativas a hechos relevantes y transacciones realizadas por los administradores (artículo 157, §§1º a 4º). Además, en el caso brasileño, la facultad de elegir y destituir a los auditores independientes es responsabilidad del Consejo de Administración. Hacemos notar, no obstante, que la obligatoriedad de realizar auditoría por auditor independiente está limitada a las sociedades cotizadas.

Así, en algunas de las jurisdicciones iberoamericanas bajo estudio, como Perú y México, la fiscalización de las labores de los administradores de la sociedad únicamente se puede realizar de forma mediata a través de la elección de un auditor externo o un comisario, respectivamente. En otras, como es el caso de Colombia, España y Brasil, los accionistas de la Junta General de Accionistas pueden realizar esta labor de fiscalización de forma directa, sin perjuicio de límites de tiempo que se le imponga a ésta labor.

3.2. Otras decisiones de la Junta General de Accionistas

Respecto del resto de atribuciones que posee la Junta General de Accionistas, cabe destacar que éstas pueden ser materia de la reunión obligatoria o de cualquier otra reunión. Por cualquier otra entendemos: (i) las que contemple adicionalmente el

estatuto como sesiones obligatorias; y, (ii) todas las otras oportunidades en las que se reúna la Junta General de Accionistas.

En términos generales, la Junta General de Accionistas cuenta con la competencia para realizar las siguientes actuaciones que, en el caso peruano, se encuentran indicadas en el artículo 115 de la Ley General de Sociedades de Perú:

A) Remover a los miembros del Directorio y designar a sus sustitutos

De acuerdo con Enrique Elias¹³, esta facultad ha sido propia de la Junta General de Accionistas desde sus comienzos, que es la que le otorga el poder de remover en cualquier momento a los miembros del Directorio y nombrar a sus sustitutos, ya que este es el límite natural al poder de los administradores en las sociedades anónimas.

En primer lugar, la Junta General de Accionistas puede remover a un determinado director, manteniendo a los demás miembros del Directorio en su cargo, en los siguientes casos aplicables en Perú:

- 1) Cuando el director incurre en alguna de las incompatibilidades previstas por la Ley General de Sociedades Peruana o por el estatuto.
- 2) Cuando el director incumple sus obligaciones individuales. Su acción u omisión debe revestir cierta trascendencia objetiva o alguna reiteración, evaluadas con ponderación. De lo contrario, cualquier falta serviría de pretexto a la mayoría para separar a los directores elegidos con los votos de la minoría.

En segundo lugar, lo expuesto no afecta la facultad de la Junta General de Accionistas para remover a la totalidad del Directorio en cualquier momento, aun antes del vencimiento del periodo para el que fue elegido. La libre revocabilidad del Directorio obedece a la necesidad de que sus miembros cuenten en todo momento con la confianza de la sociedad, por ser el órgano responsable de la administración y representación. Es preciso señalar que la remoción del Directorio es materia que debe ser expresamente contemplada en el aviso que convoca a la Junta General de Accionistas, salvo que estemos ante una junta universal. La dispensa de convocatoria solo procede en los casos que la remoción es precedida del acuerdo de iniciar una acción de responsabilidad contra los directores. Asimismo, la elección de un nuevo Directorio implica la remoción del anterior, aunque ello no haya sido expresamente declarado en el acuerdo de Junta General de Accionistas. Para que la remoción del conjunto del Directorio surta efectos, debe procederse a la elección de los nuevos miembros

13. ELIAS, Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú, Editora Normas Legales, Trujillo.

que lo integrarían, debido a que la sociedad no puede existir sin el órgano responsable de administrarla y representarla.

En España, el cese de un consejero se puede adoptar en cualquier Junta, así no sea parte del orden del día y sin dar motivo alguno. Esto en la práctica, en las sociedades cotizadas, no se produce ya que el costo y preparación de una Junta General Extraordinaria no facilita la celebración de las mismas, por lo que se realizará en la siguiente Junta General Ordinaria, aunque por lo general, lo que se produce es una renuncia por parte del administrador y su vacante se la ocupa por medio del procedimiento de cooptación mencionado anteriormente.

En relación con los administradores, en el caso peruano, español, mexicano, colombiano y brasileño consideramos oportuno resaltar que la Junta General de Accionistas es igualmente el órgano competente para tomar una decisión respecto de la acción social de responsabilidad contra los administradores (equivalente en el mundo anglosajón a las *derivative actions*). La legislación mexicana faculta a los accionistas minoritarios que posean por lo menos el 25% del capital social para ejercitar directamente dicha acción bajo ciertas circunstancias, en caso de que la Asamblea General de Accionistas no hubiere aprobado su ejercicio. En el caso brasileño, cualquier accionista podrá promover la acción social de responsabilidad en el supuesto de que ésta no sea presentada en juicio en el plazo de tres meses a partir del acuerdo de la Junta General de Accionistas. Asimismo, en el supuesto de que la Junta General de Accionistas decida no promover dicha acción, los accionistas que representen al menos el 5% del capital social podrán promoverla.

De igual modo, en España, los accionistas que representen al menos el 5% del capital social de la sociedad podrán entablar una acción de responsabilidad contra un administrador si la Junta General de Accionistas no aprueba su ejercicio o desiste de ella, lo que conllevará a la inmediata destitución del administrador.

B) Modificar el estatuto

El estatuto social es el contrato social celebrado por los socios fundadores, éste contiene las reglas de organización y funcionamiento de la sociedad. De esta manera, resulta claro que sea la Junta General de Accionistas la que se encuentre facultada para modificar el contrato que regula el devenir de la sociedad. Dado que estos cambios pueden afectar de modo esencial los intereses de los socios y de terceros, la normativa societaria en las distintas jurisdicciones suele regular los requisitos aplicables a la realización de la modificación.

Por ejemplo, en el caso peruano, en caso de que se quiera celebrar una Junta General de Accionistas para la adopción de un acuerdo consistente en cambiar alguno de los

artículos del estatuto social se deberán cumplir con requisitos adicionales a los aplicables al resto de decisiones. Estos son los siguientes: (i) expresar en la convocatoria de la Junta General de Accionistas, con claridad y precisión, los asuntos cuya modificación se someterá a esta; es decir, es preciso que por lo menos se señale los artículos que se quieren modificar; y, (ii) que concurran a la Junta General de Accionistas un quórum calificado y (iii) que el acuerdo sea adoptado con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto. Esto será explicado de forma detallada más adelante. Es preciso señalar que en Perú el estatuto puede establecer quórum y mayorías superiores a los requeridos por la legislación aplicable, pero nunca puede establecer inferiores.

Citando otro ejemplo, en el caso mexicano se requiere la celebración de una Asamblea General Extraordinaria de Accionistas, cuyo quórum de asistencia y votación es mayor que el requerido para celebrar una Asamblea General Ordinaria de Accionistas. A diferencia de lo establecido en la legislación peruana, los estatutos de la sociedad pueden prever un quorum diferente al establecido en la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana, incluyendo uno inferior.

En el caso brasileño, por su parte, deberá ser convocada una Junta General Extraordinaria para este fin, con quórum de asistencia de 2/3 del capital social votante de la sociedad (mientras el quórum ordinario es de la mitad del capital social votante). En el supuesto de que la sociedad sea cotizada, la misma deberá facilitar a los accionistas los siguientes documentos (i) copia de los estatutos sociales resaltando las propuestas de modificación; (ii) informe detallando la origen y justificativa de las modificaciones propuestas, con análisis de sus efectos jurídicos y económicos.

En España, la Junta en la cual se decida la modificación de los estatutos sociales deberá adoptar el acuerdo por mayoría absoluta si el capital presente supera el 50%. No obstante, en caso de no superar el 50%, el acuerdo deberá ser adoptado en segunda convocatoria por el voto favorable de al menos 2/3 del capital presente, siempre que concurran accionistas que representen al menos el 25% del capital sin alcanzar el 50%¹⁴. Estas mayorías previstas podrán ser superiores, siempre que así se establezca en los estatutos, pero nunca inferiores.

14. Ley de Sociedades de Capital de España. Artículo 201.- "2. Para la adopción de los acuerdos a que se refiere el artículo 194, si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta. Sin embargo, se requerirá el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurran accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento."

Resulta un común denominador bajo las jurisdicciones iberoamericanas estudiadas que los estatutos sociales puedan ser modificados por Junta General de Accionistas y, en varios casos el quorum deliberatorio o la mayoría decisoria para tal modificación es calificado.

C) Aumentar o reducir el capital social

En algunas jurisdicciones el acuerdo consistente en el aumento o reducción del capital social es otro de los acuerdos que necesitan quórum y mayorías calificadas, ya que es uno de los actos societarios de mayor trascendencia e impacto en la vida social, y que en la mayoría de los casos es de gran interés, no solo para los socios como también para terceros. De esta manera, dentro de la vida de una sociedad puede suceder que sea necesario, en algún momento, aumentar y, en otros, reducir su capital.

Aumentar el capital social es hacer que los activos respondan por el mismo en mayor cuantía que antes. Ello es de indudable beneficio para los acreedores sociales toda vez que el capital social es la cifra hasta por la cual, en garantía de aquellos, los bienes de la sociedad deben exceder a sus deudas y no son de libre disposición de los socios.

La reducción del capital social consiste en la minoración del monto en que los activos o bienes sociales forzosamente deben exceder a los pasivos o deudas de la sociedad con terceros. En la generalidad de los casos tiene como contrapartida una efectiva disminución de tales activos. Unas veces la reducción de capital social depende de la voluntad de la sociedad misma, en el sentido de que ella la motiva directa o indirectamente. Otras veces la reducción del capital le es impuesta a la sociedad como una exigencia legal al darse determinados supuestos. En España, salvo que la reducción sea impuesta por ley como consecuencia de pérdidas que acarrea la sociedad, para realizarse tal reducción, se necesitará el consentimiento de los acreedores o que se garantice sus créditos.

D) Emitir obligaciones

La decisión de emitir obligaciones constituye una prerrogativa exclusiva de la Junta General de Accionistas. Al respecto, Fernando Sánchez Calero precisa que ello se debe a que el régimen de la emisión de obligaciones pretende cumplir no solo con la tutela de los suscriptores, sino además con la preocupación que entraña un endeudamiento de importancia a cargo de la sociedad, razón por la cual, tanto en Perú como en España, esta decisión no ha de ser tomada por los administradores sino por los accionistas de la sociedad. No obstante lo anterior, en la legislación brasileña, compete al Consejo de Administración (órgano de administración) aprobar la emisión de obligaciones (debêntures) no convertibles en acciones en el supuesto de que sea una sociedad cotizada, salvo disposición en contrario de los estatutos sociales.

E) Acordar la enajenación, en un solo acto, de activos cuyo valor contable exceda el cincuenta por ciento del capital de la sociedad

Al igual que en los dos casos anteriores, estamos ante un acto societario que en varias jurisdicciones requiere de quórum y mayorías calificadas para ser adoptado. Ello en virtud de que este acuerdo implica un gran cambio para la sociedad y por este motivo es una decisión que corresponde tomar a la Junta General de Accionistas. En el caso peruano, es preciso mencionar que este cambio no implica una despatrimonialización de la sociedad, ya que el artículo 115 de la Ley General de Sociedades Peruana no señala que se están donando los mismos, sino enajenando. A pesar de ello, consideramos pertinente que esta sea una decisión que deba ser tomada por la Junta General de Accionistas por la trascendencia económica que una decisión de este tipo puede causar en el negocio de una sociedad. Hay que tomar en consideración que un acto de esta naturaleza puede tener mayor significación económica que otras operaciones que también son de facultad de la Junta General de Accionistas.

Luego, de acuerdo con Enrique Elías¹⁵, entendemos que se ha acogido la fórmula del “valor contable” por ser más sencillo de establecer con prontitud. También consideramos que por activos se puede entender todos aquellos que por su naturaleza sean enajenables y en cuanto al concepto genérico de capital de la sociedad comprendemos que se refiere al capital suscrito total.

Es preciso hacer notar que la Ley General de Sociedades Peruana ha optado por medir la importancia de la enajenación en un porcentaje ascendente al 50% del capital social. Esta fórmula ha sido criticada por la doctrina peruana, ya que la fórmula parece haber pasado por alto que existen sociedades que no requieren de capitales importantes por la naturaleza de sus operaciones. Una de las recomendaciones que se realiza es que se debería haber establecido en su lugar un porcentaje del activo total de la sociedad y no del capital social.

Cabe destacar que en el caso colombiano, la Ley 1258 de 2008 por medio de la cual se crea la sociedad por acciones simplificada¹⁶ establece que se entenderá que existe enajenación global de activos cuando la sociedad por acciones simplificada se proponga enajenar activos y pasivos que representen el cincuenta (50%) o más del patrimonio líquido de la compañía en la fecha de enajenación. Dada la trascendencia de dicha operación, las mayorías aplicables se alejan de la regla general indicada

15. ELIAS, Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú, Editora Normas Legales, Trujillo.

16. Es importante resaltar que en Colombia los emisores de valores deben constituirse como Sociedades Anónimas, por lo que la normativa sobre la sociedad por acciones simplificada (SAS) en ningún caso aplican para los emisores.

anteriormente para las reformas estatutarias en Colombia, de forma tal que la enajenación global requerirá aprobación de la asamblea general de accionistas, impartida con el voto favorable de uno o varios accionistas que representen cuando menos la mitad más una de las acciones presentes en la respectiva reunión. Adicionalmente, esta operación dará lugar al derecho de retiro a favor de los accionistas ausentes y disidentes en caso de desmejora patrimonial.

En España, al igual que el caso peruano y colombiano, existe una competencia exclusiva por parte de la Junta General de Accionistas a la hora de enajenar activos. Ahora bien, en España esa competencia incluye también la adquisición o la aportación a otra sociedad de activos esenciales para la actividad de la sociedad. Además, en España, se presume que los activos son esenciales cuando su importe supere el 25% del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado. Esta competencia se otorgó a la Junta General de Accionistas con la reciente reforma a la Ley de Sociedades de Capital realizada mediante la Ley 31/2014, ya que hasta la reforma, la enajenación de activos era considerada como parte de la gestión de la sociedad y como consecuencia como competencia del órgano de administración.

En contraposición, en el caso mexicano y brasileño, la legislación mercantil no limita la enajenación de activos a la aprobación previa de la Asamblea de Accionistas, pues cualquier apoderado con facultades generales o especiales para actos de dominio (en México) y el Consejo de Administración (en Brasil) podría llevar a cabo la enajenación de los activos de la sociedad, salvo que los estatutos sociales dispongan lo contrario.

De esta manera, algunas legislaciones iberoamericanas otorgan gran importancia a la enajenación de activos que conformen un porcentaje considerable del capital social (en Perú), del patrimonio líquido (en Colombia) o de los activos (en España) de la sociedad. Esta importancia se traduce en la necesidad de que la decisión de enajenación sea tomada por la Junta General de Accionistas. No obstante en las jurisdicciones de México y Brasil esta decisión está en cabeza de órganos de administración.

F) Disponer investigaciones y auditorías especiales

Tal como se mencionó anteriormente, la Junta General de Accionistas se encuentra facultada para revisar y verificar las cuentas que le rinda el Directorio; sin embargo, esta ha de ser realizada por profesionales altamente especializados en contabilidad, los auditores. Es evidente que esa verificación no puede quedar librada a los administradores de la sociedad tanto gerentes como directores. Así, si bien la Junta Obligatoria Anual cuenta con la facultad para disponer las investigaciones y auditorías especiales, la Ley General de Sociedades Peruana ha previsto que la Junta General de

Accionistas en cualquier otra reunión cuenta con las facultades para investigar los aspectos que sean necesarios o convenientes de la gestión social.

G) Acordar la transformación, fusión, escisión, reorganización y disolución de la sociedad, así como resolver sobre su liquidación

La adopción de decisiones relativas a la transformación, fusión, escisión, reorganización¹⁷, disolución y liquidación de la sociedad resultan propias de la competencia de la Junta General de Accionistas, sin perjuicio de que los órganos de administración deban cumplir determinadas funciones dentro del proceso de decisión y ejecución de este tipo de operaciones.

En el caso de la transformación una sociedad adopta sin disolverse un nuevo tipo de organización societaria previsto por la legislación, manteniendo y continuando la misma identidad y personalidad jurídica nacidas en su constitución e inscripción iniciales.

La adopción de un nuevo tipo legal puede estar determinada por conveniencias de organización y operatividad, la necesidad de contar con socios de distinta naturaleza, las variaciones en la responsabilidad patrimonial de los socios, menores controles administrativos, la existencia de un régimen tributario más beneficioso, entre otros. En general, cualquier sociedad tiene la posibilidad de transformarse y, debido a que se puede transformar en cualquier otro tipo societario, las consecuencias económicas y políticas de esta decisión pueden tener una gran importancia tanto a los socios como a terceros.

En segundo lugar, dentro de las facultades de la Junta General de Accionistas se encuentra naturalmente la de acordar la fusión de la sociedad por la trascendencia de este tipo de operaciones. Esta se produce cuando en virtud de un convenio entre ellas, dos o más sociedades, en un solo acto, transfieren el íntegro de su patrimonio a una nueva sociedad o a una de ellas, con extinción de las transferentes y, en su

17. En el caso peruano se menciona la reorganización empresarial dentro del listado de facultades de la Junta. Por reorganización la Ley General de Sociedades se refiere de manera indistinta a la transformación, fusión y escisión. Sin embargo, en el artículo 391, la Ley General de Sociedades hace referencia a la reorganización simple, denominación que se le ha otorgado al acto por el cual una sociedad segrega uno o más bloques patrimoniales y los aporta a una o más sociedades nuevas o existentes, recibiendo a cambio, y conservando como parte de su activo, las acciones o participaciones correspondientes a dichos aportes. En este caso, a diferencia de lo que ocurre en el caso de una escisión parcial, la persona beneficiaria de las acciones emitidas por las sociedades que reciben el bloque patrimonial es la sociedad escidente y no sus socios. Tal y como se verá más adelante, en el caso colombiano las recomendaciones en materia de Gobierno Corporativo prevén que sea la Asamblea General de Accionistas la que apruebe la segregación (denominada escisión impropia) de la sociedad.

caso, la entrega en contraprestación de partes sociales de la sociedad adquiriente a quienes fueran los socios de las que se extinguen. Con este cambio, lo que se busca es la concentración empresarial, lo cual puede afectar los intereses de los acreedores o de los socios de las sociedades que se encuentran celebrando el presente acuerdo.

En tercer lugar se menciona la escisión, frente a la cual se podría decir que es una operación de este tipo busca lo contrario a una fusión, debido a que en este caso lo que se quiere es la desconcentración empresarial para evitar la centralización, conseguir una mayor especialización, agilizar los procesos, evitar una burocracia importante y ser más eficiente como empresa. Se dice que la escisión es el producto moderno y no deseado ni previsto de la evolución del fenómeno de la concentración de empresas, aunque esta no sea siempre la causa de una escisión. La escisión puede ser parcial o total y es una de las formas más importantes de reorganización empresarial. Al final de este proceso, las sociedades escidentes distribuyen sus patrimonios entre otras personas jurídicas y con frecuencia separan el grupo original de socios. Las nuevas acciones son distribuidas entre los socios.

Finalmente, como regla general la Junta General de Accionistas puede acordar sobre la disolución y liquidación de la sociedad. Por la disolución la sociedad decide que ha de extinguirse como persona jurídica. La ley prevé causales para la extinción de la sociedad, además, a pesar de no encontrarnos ante una causal, la sociedad puede decidir en cualquier momento su disolución. La extinción de la sociedad consta de tres pasos, el primero es la decisión de disolución; en segundo lugar, se decide la liquidación de la sociedad para lo cual se deben nombrar a personas, liquidadores, quienes van a buscar que se realice el activo de la manera más eficiente para pagar los pasivos de la sociedad; y, luego de ello, la sociedad queda extinta.

Tal y como se enunció anteriormente, algunas jurisdicciones establecen quórum y mayorías calificadas para adoptar este tipo de decisiones. Tal es el caso mexicano, en el cual, la transformación, fusión, escisión, cambio de objeto, cambio de nacionalidad, disolución y liquidación de la sociedad requieren de la aprobación de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas.

En el caso peruano, es preciso señalar que los acuerdos mencionados en el numeral 2, 3, 4, 5 y 7 del artículo 115 de la Ley General de Sociedades (la modificación del estatuto, el aumento o reducción del capital, la emisión de obligaciones, la enajenación en un solo acto de activos cuyo valor contable exceda el cincuenta por ciento del capital de la sociedad, y la transformación, fusión, escisión, reorganización y disolución de la sociedad) deben ser adoptados con los quórum y mayorías calificadas señalados en los artículos 126 y 127 de la Ley General de Sociedades Peruana.

Así, es necesario para la adopción de los acuerdos mencionados en el párrafo anterior que en primera convocatoria concorra cuando menos dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto; mientras que en segunda convocatoria basta la concurrencia de al menos tres quintas partes de las acciones suscritas con derecho a voto. Luego, los acuerdos se han de adoptar con el voto favorable de un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

Con respecto a los demás acuerdos, se exige un quórum simple; es decir, la Junta General de Accionistas queda válidamente constituida en primera convocatoria cuando se encuentre representado, cuando menos, el cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto. En segunda convocatoria, será suficiente la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto. Los acuerdos serán adoptados con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la Junta General de Accionistas.

El estatuto social puede establecer quórum y mayorías superiores a los señalados en los párrafos anteriores y, por excepción, cuando la adopción verse sobre acuerdos que deben tomarse en cumplimiento de una disposición legal imperativa, no se requiere el quórum calificado mencionado.

De igual modo, en España para acordar el aumento o reducción del capital, la modificación de los estatutos sociales, la fusión, la escisión, la cesión global de activos y pasivos, entre otros, se necesita la mayoría reforzada mencionada anteriormente para la modificación de los estatutos, así como un quórum reforzado¹⁸.

Esto es distinto al caso Colombiano donde en las sociedades anónimas y en las sociedad por acciones simplificadas (SAS) en términos generales, y salvo determinadas excepciones legales específicas o salvo disposición estatutaria en contrario, para las reformas estatutarias tan solo se requiere el voto de la mayoría de las acciones con derecho a voto presentes. Cabe destacar que en el caso colombiano las sociedades cotizadas no pueden establecer mayorías decisorias superiores a dicha regla general.

18. Ley de Sociedades de Capital de España. Artículo 194.- "1. En las sociedades anónimas, para que la junta general ordinaria o extraordinaria pueda acordar válidamente el aumento o la reducción del capital y cualquier otra modificación de los estatutos sociales, la emisión de obligaciones, la supresión o la limitación del derecho de adquisición preferente de nuevas acciones, así como la transformación, la fusión, la escisión o la cesión global de activo y pasivo y el traslado de domicilio al extranjero, será necesaria, en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho de voto. 2. En segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del veinticinco por ciento de dicho capital."

4. PROCESO PARA LA FORMACIÓN DE LA VOLUNTAD DE LA SOCIEDAD

Según Alfredo de Gregorio¹⁹, la Junta General de Accionistas, como órgano esencial de la sociedad, expresa inmediatamente la voluntad de la misma, en cuanto este órgano no deriva sus poderes —como ocurre con los órganos administrativos en muchos de los casos— de otro órgano. Ciertamente también la Junta General de Accionistas, precisamente porque no es la sociedad, sino un órgano de la misma, no puede dar vida a una voluntad cualquiera, e imponerla en el mundo jurídico como la voluntad social; hay una estructura esencial del ente, querida por aquellos que la han creado, que no está sometida siempre a la voluntad de la Junta General de Accionistas. Por este motivo, hay una disciplina legal y estatutaria que modera su ejercicio, así tan solo la voluntad expresada por la asamblea de socios legítimamente formada, debe ser considerada como la voluntad propia de la sociedad.

Por ello es preciso tomar en consideración los supuestos bajo los cuales la Junta General de Accionistas debe celebrarse y desarrollarse para que se considere que los acuerdos adoptados por esta expresan la voluntad social. A continuación revisaremos los requisitos con los que debe cumplir el lugar de celebración de la Junta General de Accionistas, la convocatoria, la representación en la Junta General de Accionistas, las actas, entre otros.

4.1. Lugar de celebración de la Junta General de Accionistas

Al igual que cualquier sujeto de derecho la sociedad debe tener un domicilio; es decir, el lugar en el que se ha de encontrar a la sociedad para los fines de sus relaciones con terceros. El domicilio no es la dirección, el concepto es más general, ya que refiere a la circunscripción geográfica en la que se constituye la sociedad y este debe ser uno solo. Además, este tiene que encontrarse prefijado en el estatuto porque no solo es un requisito para la constitución de la misma sino que es necesario saber esta para conocer dónde se debe inscribir la sociedad. En varias jurisdicciones, como es el caso de Perú y México, no se pide que se dé una dirección exacta sino tan solo el nombre de la ciudad, y la ley solo exige que el domicilio social guarde relación con el lugar donde esta desarrolla alguna de sus actividades principales o donde instala su administración. En España, las sociedades deberán fijar su domicilio en el lugar en que se encuentre su centro de administración y dirección efectiva o en donde se encuentre su principal establecimiento o su principal explotación. A diferencia que en el caso peruano y mexicano, en España se debe proporcionar una dirección exacta y no basta con proporcionar solo el nombre de la ciudad.

19. DE GREGORIO, A. De las Sociedades Anónimas y de las sociedades comerciales, Ediar Soc. Anom. Editores, Buenos Aires, 1950.

En cuanto al lugar donde se debe celebrar la Junta General de Accionistas, la Ley General de Sociedades Peruana señala, por ejemplo, que la Junta General de Accionistas se debe celebrar en el lugar del domicilio social, salvo que el estatuto prevea algo distinto. Asimismo, prevé que el lugar de celebración de la Junta General de Accionistas debe constar en la convocatoria y en forma inequívoca para que no exista duda por parte de ningún accionista en cuanto a su identificación o ubicación. Tampoco procede un cambio en caso la Junta sea aplazada, de acuerdo con el artículo 131 de la Ley General de Sociedades Peruana. Cualquier variación del lugar de celebración solo puede darse si esta está prevista en el estatuto o en el caso de las juntas universales.

El caso colombiano (artículo 426 del Código de Comercio) prevé que la asamblea se reunirá en el domicilio principal de la sociedad, el día, a la hora y en el lugar indicados en la convocatoria. No obstante, podrá reunirse sin previa citación y en cualquier sitio, cuando estuviere representada la totalidad de las acciones suscritas.

Cabe hacer mención a lo establecido en la legislación mexicana, pues el Artículo 179 de la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana obliga a la sociedad a celebrar las asambleas de accionistas, necesariamente, en el domicilio social, salvo por causa de caso fortuito o fuerza mayor²⁰. No obstante, la ley mexicana permite la adopción de resoluciones unánimes de los accionistas tomadas fuera de asamblea, siempre que sean ratificadas por escrito firmado por todos los accionistas; de esta forma, una Asamblea Universal podría adoptar resoluciones unánimes fuera del domicilio social, pero sin constituir formalmente una asamblea de accionistas.

Por lo que se refiere a Brasil, el artículo 124, §2º de la Ley de Sociedades Anónimas establece que, salvo motivo de fuerza mayor, la Junta General de Accionistas se celebrará en el edificio donde la sociedad tiene su domicilio social. En el supuesto de que se tenga que realizar en otra ubicación, los anuncios convocatorios deberán indicar claramente el lugar de la reunión, que en ningún caso podrá ser en localidad distinta de la ciudad correspondiente. El Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC), que es un órgano de referencia en Brasil para el desarrollo de las mejores prácticas en la gestión empresarial, defiende la flexibilización de dicha regla, para permitir que la Junta General de Accionistas pueda ser realizada en locales como la capital del estado donde la sociedad tiene su domicilio social o en la ciudad en que sus acciones sean negociadas. Hacemos notar que, en el caso de sociedades cotizadas, la ley brasileña permite que los accionistas participen y voten en la Junta

20. Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana. Artículo 179.- Las Asambleas Generales de Accionistas son ordinarias y extraordinarias. Unas y otras se reunirán en el domicilio social, y sin este requisito serán nulas, salvo caso fortuito o de fuerza mayor.

General de Accionistas a distancia, respetando las reglas de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM).

El caso español establece que la Junta se celebrará en el término municipal donde la sociedad tenga su domicilio, salvo disposición contraria de los estatutos (artículo 175 de la Ley de Sociedades de Capital de España). Así, la Junta podrá ser convocada en un lugar distinto del domicilio social, pero siempre dentro del término municipal de la sociedad, o en algún lugar distinto del territorio español si así lo prevé los estatutos sociales. En caso de no establecerse un lugar en la convocatoria, se considerará que la Junta se celebrará en el domicilio social. Al igual que en la mayoría de países iberoamericanos, existe la posibilidad de celebrar Junta universal sin previa convocatoria, pero por cuestiones de logística, en una sociedad cotizada es imposible que esto suceda.

Si bien algunas jurisdicciones iberoamericanas tienen a ser más estrictas que otras, lo cierto es que todas prevén que, en principio, la celebración de la Junta General de Accionistas se debe realizar en el domicilio de la Sociedad. Las jurisdicción mexicana y brasileña son las únicas que prevé la obligatoriedad (salvo por caso fortuito o fuerza mayor) de celebrar las asambleas de accionistas en el domicilio principal de la sociedad. En el caso peruano, colombiano y español, la Junta se podrá reunir en otro lugar si así lo prevén los estatutos sociales.

4.2. Convocatoria a la Junta General de Accionistas

Debido a que la Junta General de Accionistas no es un órgano permanente de la sociedad; por ello, en caso sea preciso e indispensable que sea celebrada una reunión de los accionistas es necesario que se convoque a los miembros de la misma. Además, solo de esta manera se cumple con el derecho que posee todo accionista a intervenir y votar en las Juntas Generales de Accionistas.

De acuerdo con el artículo 113 de la Ley General de Sociedades Peruana, la Junta General de Accionistas ha de ser convocada cuando así lo haya previsto el estatuto, lo acuerde el Directorio por considerarlo necesario al interés de la sociedad o lo solicite un número de accionistas que represente cuando menos el veinte por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto. La convocatoria ha de ser realizada por el Directorio y, en su defecto, por la administración de la sociedad.

En aras de buscar que la convocatoria efectivamente llegue a todos los socios, la normativa aplicable suele establecer ciertos requisitos con la que la sociedad debe cumplir para la debida convocatoria. A efectos enunciativos, el artículo 116 de la Ley General de Sociedades Peruana señala lo siguiente:

“El aviso de convocatoria de la Junta Obligatoria Anual y de las demás Juntas Generales de Accionistas previstas en el estatuto debe ser publicado con una anticipación no menor de diez días al de la fecha fijada para su celebración. En los demás casos, salvo aquellos en que la ley o el estatuto fijen plazos mayores, la anticipación de la publicación será no menor de tres días.

El aviso de convocatoria especifica el lugar, día y hora de celebración de la junta general, así como los asuntos a tratar. Puede constar asimismo en el aviso el lugar, día y hora en que, si así procediera, se reunirá la junta general en segunda convocatoria. Dicha segunda reunión debe celebrarse no menos de tres ni más de diez días después de la primera.

La junta general no puede tratar asuntos distintos a los señalados en el aviso de convocatoria, salvo en los casos permitidos por la Ley.”

Este artículo trata sobre la convocatoria regular. El Directorio es el llamado en estos casos a realizar la convocatoria a la Junta General de Accionistas, ya sea por acuerdo del propio órgano social o a solicitud de los accionistas. En las sociedades que se organicen sin Directorio, por ejemplo las sociedades anónimas cerradas, la convocatoria queda a cargo de la Gerencia que se representa en la figura del Gerente General.

Como ya se señaló el aviso de convocatoria tiene como objetivo que sea conocido por todos los accionistas y, al existir la posibilidad de que estos sean un número importante, la ley peruana ha previsto que este tiene que ser publicado con mínimo 3 días naturales de anticipación en el caso de la mayoría de Juntas Generales de Accionistas y, en el caso de la Junta Obligatoria Anual con 10 días naturales de anticipación. Lo anterior se encuentra íntimamente ligado al derecho que tienen los accionistas a encontrarse debidamente informados y con la antelación necesaria para que puedan ejercer de manera correcta sus derechos y, específicamente en este caso, el derecho al voto, el derecho político más importante.

Por otro lado, y continuando con el ejemplo peruano, la Ley General de Sociedades Peruana prevé una convocatoria excepcional que se da en los casos en que, por no haberse cumplido con los requisitos legales o estatutarios, se debe recurrir al juez para que se realice la convocatoria. Esta convocatoria judicial se da cuando la Junta Obligatoria Anual o cualquier otra prevista en el estatuto no se convocan dentro del plazo y para sus fines, o en ellas no se tratan los puntos de agenda indicados por la ley o el estatuto, como en el caso de que los accionistas que representen el 20% de las acciones suscritas con derecho a voto soliciten notarialmente la celebración de la Junta General de Accionistas. En estos casos, el titular de una acción suscrita con derecho a voto puede mediante un trámite o proceso no contencioso solicitar al juez o al notario del domicilio social que realice la convocatoria.

Finalmente, en caso la Junta General de Accionistas, debidamente convocada, no se llegue a celebrar en primera convocatoria por falta de quórum, existen dos opciones, que se haya previsto en la convocatoria la fecha para celebrar la Junta General de Accionistas en segunda convocatoria. De ser este el caso, esta segunda reunión debe fijarse en una fecha que sea no menor de tres días ni mayor de diez días después de la primera. El segundo supuesto sería que no existe en la convocatoria mención a esta segunda convocatoria, bajo este supuesto, la Ley General de Sociedades Peruana prevé que la segunda convocatoria debe ser anunciada con los mismos requisitos de publicidad que la primera, y con la indicación que se trata de segunda convocatoria, dentro de los diez días siguientes a la fecha de la junta no celebrada y, por lo menos, con tres días de antelación a la fecha de la segunda reunión. Como puede ser notado, lo más recomendable es que se cumpla con los requisitos de la segunda convocatoria en el mismo aviso que convoca en la primera convocatoria.

En el caso Colombiano, para las reuniones ordinarias, el régimen aplicable a quiénes están facultados para convocar a este órganos social se sujeta a lo establecido en los estatutos, en los cuales por regla general, le corresponde convocar al representante legal. Para las reuniones extraordinarias, se da esta facultad a los administradores, el revisor fiscal, la entidad que ejerza el control permanente sobre la sociedad, o, en su defecto, a la Superintendencia de Sociedades. Por regla general, los socios no pueden convocar directamente, salvo que se trate para decidir sobre la acción social de responsabilidad. En el caso de la SAS, los accionistas sí pueden convocar directamente si los estatutos así lo establecen.

En México, por regla general la convocatoria para las asambleas de accionistas debe hacerse por el administrador único o el consejo de administración, o por los comisarios. En casos excepcionales (incluyendo en caso de incumplimiento del órgano de administración o de los comisarios), una minoría de accionistas que represente por lo menos el 33% del capital social o, en ciertos casos extremos²¹, incluso el titular de una sola acción, puede solicitar a las autoridades jurisdiccionales que se convoque a asamblea de accionistas. La convocatoria previa no será necesaria en caso de reuniones universales.

En Brasil, la convocatoria de la Junta General de Accionistas se realiza mediante la publicación de un anuncio en el Diario Oficial y en un diario de gran circulación de la localidad en la que se encuentra la sede de la sociedad durante tres veces al menos. El anuncio deberá contener información acerca del lugar, fecha y hora de la reunión,

21. En caso de que durante dos o más ejercicios sociales consecutivos no se hubiera celebrado ninguna asamblea de accionistas o, habiéndose celebrado, no se hubiera aprobado el informe de los administradores y de los comisarios.

el orden del día, y en el caso de modificación de los estatutos sociales, la indicación de la respectiva materia. En cuanto a los plazos, la sociedad no cotizada deberá publicar la convocatoria con ocho días de antelación, contados desde la publicación del primer anuncio. En el supuesto de que la Junta General de Accionistas no sea llevada a cabo, se publicará nuevo anuncio de la segunda convocatoria con antelación mínima de cinco días. En el caso de sociedad cotizada, el plazo de antelación de la primera convocatoria será de quince días y de la segunda convocatoria de ocho días. Como regla general, la Junta General de Accionistas se instalará en primera convocatoria con la presencia de accionistas que representen al menos un cuarto del capital social con derecho a voto. En segunda convocatoria, será suficiente la presencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto. Al igual que en la legislación mexicana, independientemente del cumplimiento de las formalidades legales, la Junta General es considerada regular en el supuesto de que comparezcan todos los accionistas de la sociedad.

De acuerdo con el artículo 123 de la Ley de Sociedades Anónimas brasileña, compete a la administración convocar la Junta General de Accionistas. No obstante, con carácter general, la misma también podrá ser convocada (i) por cualquier accionista, cuando la administración retrasa por más de sesenta días la convocatoria; (ii) por accionistas que representen al menos el 5% de las acciones con derecho de voto, cuando los administradores no atiendan a la solicitud de los accionistas en el plazo de ocho días. Hacemos notar que, en el caso de sociedades cotizadas, la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) podrá: (i) aumentar hasta treinta días, contados a partir de la fecha en que los documentos fueron puestos a disposición de los accionistas, el plazo de antelación de publicación de la primera convocatoria de la Junta General de Accionistas cuando, por su complejidad, dichos documentos requieran más tiempo para que puedan ser analizados por los accionistas; e (ii) interrumpir durante un plazo máximo de quince días el curso del período de antelación entre la Junta General Extraordinaria de Accionistas y la convocatoria con el fin de comprender y analizar las propuestas que se presentarán a la reunión y, en su caso, informar a la compañía hasta el final de la suspensión, las razones por las que considera que la resolución propuesta en la reunión viola disposiciones legales o reglamentarias.

Por su parte, en España, los administradores y, en su caso, los liquidadores son los encargados de convocar la junta general. Estos podrán convocarla cuando lo estimen conveniente para el interés social y, en todo caso, cuando así lo prevea la ley o los estatutos. Además, deberán convocarla cuando los accionistas que representen, al menos el 5% del capital social, así lo soliciten. Excepcionalmente, cuando los administradores no realicen la convocatoria, a solicitud de cualquier socio, un juez de lo mercantil podrá realizarla tras cumplir ciertos requisitos.

En resumen, en todas las jurisdicciones iberoamericanas estudiadas y salvo por el supuesto de reuniones universales, la Junta General de Accionistas no puede reunirse manera espontánea y de nada sirve que se cumpla con el quórum y con las mayorías necesarias para los acuerdos si todos los accionistas no tuvieron la oportunidad para concurrir a ella.

- **Recomendaciones en materia de Gobierno Corporativo**

Cabe resaltar que los requisitos aplicables a la convocatoria y en general al funcionamiento de la Junta General de Accionistas no se limitan a disposiciones estatutarias y legales, sino que distintas jurisdicciones se han preocupado por incluir estos aspectos en sus recomendaciones en materia de Gobierno Corporativo.

Al ser el mecanismo de convocatoria tan relevante para los accionistas, el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas señala en su décimo principio que la sociedad debe establecer mecanismos de convocatoria que permitan llegar a tomar contacto con los accionistas, particularmente con aquellos que no tienen participación en el control o gestión de la sociedad. Hay que recordar que podrían existir los incentivos para, haciendo el menor esfuerzo, tan solo convocar al número de accionistas que sea equivalente a los accionistas que tengan los porcentajes necesarios para llegar al quórum y estos serían los accionistas con los porcentajes más altos.

Para ello el mencionado código señala que los mecanismos pueden ser comunicados o avisos públicos, correos electrónicos, página web corporativa y, de ser posible, comunicaciones individualizadas. Además, indica en su décimo principio que, desde el momento de la convocatoria, la sociedad debe poner a disposición de los accionistas toda la información relativa a los puntos de agenda que se piensan tratar en la Junta General de Accionistas.

Luego, es posible notar que la convocatoria reviste de una gran importancia, ya que el incumplimiento de las formalidades que se proscriben para ella entraña la nulidad de los acuerdos de la Junta General de Accionistas.

Sin embargo, creemos necesario que se resalte la importancia, que puede ser aún mayor, de los puntos de agenda. Debido a que por más que un accionista se entere de la convocatoria, este al asistir a la Junta General de Accionistas solo se va a encontrar en la posibilidad de poder discutir sobre los puntos señalados en la agenda.

Debido a lo señalado anteriormente, el Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas dispone en los principios 9 y 11 que las sociedades deben

contar con un Reglamento de la Junta General de Accionistas, el cual tiene un carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad, en el cual se regule las condiciones y procedimientos relacionados con la participación y el ejercicio de los derechos de los accionistas. Luego, el principio 11 refiere a que este reglamento debe incluir mecanismos que permitan a los accionistas ejercer el derecho de formular propuestas de puntos de agenda a discutir en la Junta General de Accionistas.

Además, esta recomendación para no significar solo una formalidad pide que en el mismo reglamento se indiquen los procedimientos para aceptar o denegar las propuestas que se presenten y que en caso la propuesta sea denegada, se informe a los accionistas el sustento de tal denegatoria.

En Colombia y en México las recomendaciones en materia de Gobierno Corporativo han impulsado la adopción de códigos de buen gobierno y, en el caso colombiano, de reglamentos de la Asamblea General de Accionistas, en los cuales se regulan en mayor detalle las facultades y el funcionamiento de este órgano social. A estos efectos, la Superintendencia Financiera de Colombia ha expedido el “Código de mejores prácticas corporativas-Código País”, el cual fue inicialmente expedido en 2007 pero tuvo importantes cambios en el año 2014. Igualmente en México, el Consejo Coordinador Empresarial expidió desde el año 1999 su “Código de Mejores Prácticas Corporativas”, el cual fue actualizado en 2010; gran parte de cuyas disposiciones fueron incluidas en la Ley del Mercado de Valores que entró en vigor en el año 2006. Las recomendaciones de ambos países en materia de Gobierno Corporativo se encuentran dirigidas principalmente a los emisores de valores, pero pueden ser adoptadas por sociedades que no negocien valores en el mercado de valores. En Colombia, la adopción de estas medidas es de carácter voluntario y tienen una finalidad de autorregulación. En México, las sociedades cotizadas están obligadas a cumplir dichas disposiciones e informar al público inversionista sobre su grado de cumplimiento. En Colombia, si bien su cumplimiento no es obligatorio, a partir del 2016 será obligatorio el diligenciamiento y publicación del Reporte de Implementación de las 148 Recomendaciones del Nuevo Código País, en el cual cada emisor explica si la recomendación ha sido adoptada o no y las razones que sustentan sus respuestas.

Dentro de las recomendaciones incluidas en el Código País colombiano, relativas al funcionamiento de la Junta General de Accionistas, se encuentran las siguientes:

- 1) La sociedad organiza eventos de presentación de resultados trimestrales, dirigidos a sus accionistas y analistas del mercado, que pueden ser presenciales o a través de medios de comunicación a distancia (conferencia, videoconferencia, etc.).

- 2) Los estatutos de la sociedad prevén que un accionista o grupo de accionistas que representen al menos un cinco por ciento (5%) del capital pueda solicitar la realización de auditorías especializadas sobre materias distintas a las auditadas por el revisor fiscal de la sociedad.
- 3) Las siguientes decisiones deben ser adoptadas por la Asamblea General de Accionistas:
 - 3.1) La aprobación de la política general de remuneración de la Junta Directiva, y en el caso de la alta gerencia cuando a ésta se le reconoce un componente variable en la remuneración vinculado al valor de la acción.
 - 3.2) La aprobación de la política de sucesión de la Junta Directiva.
 - 3.3) La adquisición, venta o gravamen de activos estratégicos que a juicio de la Junta Directiva resulten esenciales para el desarrollo de la actividad, o cuando, en la práctica, estas operaciones puedan devenir en una modificación efectiva del objeto social.
 - 3.4) La aprobación de la segregación (denominada escisión impropia) de la sociedad.
- 4) La sociedad cuenta con un Reglamento de la Asamblea General de Accionistas, que regula todas aquellas materias que atañen a ésta, desde su convocatoria, la preparación de la información que deben recibir los accionistas, asistencia, desarrollo y ejercicio de los derechos políticos de los accionistas, de forma que éstos estén perfectamente informados de todo el régimen de desarrollo de las sesiones de la Asamblea.
- 5) Se establecen términos de convocatoria más amplios que los previstos legalmente como mínimos. De esta forma, los estatutos establecen que la Asamblea General de Accionistas ordinaria debe convocarse con no menos de treinta (30) días comunes de anticipación y para las reuniones extraordinarias deberán convocarse con no menos de quince (15) días comunes de anticipación.
- 6) Además de los medios tradicionales y obligatorios, la sociedad asegura la máxima difusión y publicidad de la convocatoria mediante la utilización de medios electrónicos, tales como la Web corporativa, redes sociales o correos electrónicos individualizados.
- 7) La sociedad se obliga a utilizar los medios electrónicos de comunicación, principalmente la web corporativa con acceso exclusivo a los accionistas, para hacer llegar a éstos los documentos y la información asociada a cada uno de los puntos del orden del día de la reunión.

En Brasil, el ya mencionado Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC) publica periódicamente un manual de mejores prácticas de Gobierno Corporativo²².

22. La última versión del referido manual puede ser accedida en: http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/CodigoIBGC_4a_ed_espanhol.pdf

Algunas recomendaciones contenidas en el referido manual para la Junta General de Accionistas son las siguientes:

- 1) El uso de herramientas como webcast, transmisión en línea, votación electrónica y voto por poder, entre otros, es una buena práctica que facilita el acceso de los accionistas a la asamblea.
- 2) Derecho de cualquier socio de solicitar a la Administración, mediante justificativa, la suspensión o interrupción del plazo de convocatoria de la asamblea que tenga por objeto asuntos de mayor complejidad. Le corresponde a los administradores analizar el pedido y en caso de rechazarlo, justificar el motivo.
- 3) Los estatutos sociales deben prever que cuando haya temas que no se presenten explícitamente en la convocatoria, se podrá votar sólo si están presentes todos los accionistas, incluso los eventuales titulares de acciones preferentes que tengan derecho de voto sobre el tema en discusión.
- 4) Los accionistas deben tener siempre el derecho a solicitar información a la administración y recibirla en tiempo hábil.
- 5) Los conflictos entre accionistas y administradores y entre éstos y la sociedad deben ser resueltos, preferiblemente, a través de mediación y, si no se llega a un acuerdo, arbitraje.

España cuenta también con un Código de Bueno Gobierno Corporativo, el cual incluye recomendaciones para las distintas sociedades. Este código derivó en la inclusión en la Ley de Sociedades de Capital de la obligación para las sociedades cotizadas de realizar un informe anual de Gobierno Corporativo, el cual deberá hacerse público y deberá contener, como mínimo, información relativa de los siguientes aspectos:

- 1) Estructura de propiedad de la sociedad.
- 2) Cualquier restricción a la transmisibilidad de valores y cualquier restricción al derecho de voto.
- 3) Estructura de la administración de la sociedad.
- 4) Operaciones vinculadas de la sociedad con sus accionistas y sus administradores y cargos directivos y operaciones intragrupo.
- 5) Sistemas de control del riesgo, incluido el fiscal.
- 6) Funcionamiento de la junta general, con información relativa al desarrollo de las reuniones que celebre.
- 7) Grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo, o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones.
- 8) Descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera.

En resumen, las cinco jurisdicciones iberoamericanas bajo estudio han adoptado códigos o manuales de buen Gobierno Corporativo, que si bien no son vinculantes, representan una importante fuente de recomendaciones y directivas para el funcionamiento idóneo de las sociedades.

4.3. Derecho al voto y representación en la Junta General de Accionistas

Los distintos ordenamientos jurídicos suelen regular igualmente los requisitos necesarios para que una persona pueda asistir personalmente o representada a la Junta General de Accionistas.

En cuanto a la asistencia a la Junta General de Accionistas, la Ley General de Sociedades Peruana prevé que pueden asistir los titulares de las acciones que figuren inscritas a su nombre en la matrícula de acciones, con una anticipación no menor de dos días al de la celebración de la Junta General de Accionistas. Asimismo, los directores y el gerente general que no sean accionistas pueden asistir con voz pero sin voto. Finalmente, el estatuto, la propia Junta General de Accionistas o el Directorio pueden disponer la asistencia, con voz pero sin voto, de otras personas que consideren conveniente, como podría ser el caso de algún otro gerente, contador, asesor, entre otros. En el caso español, la asistencia por parte de los administradores a la Junta es obligatoria. Además, los estatutos podrán autorizar la asistencia por parte de directores, gerentes, técnicos y demás personas con interés en la buena marcha de los asuntos sociales. Asimismo, el presidente de la junta podrá autorizar o denegar la asistencia de cualquier tercero que estime conveniente. Cabe destacar, que en España, en las sociedades cotizadas se puede establecer un mínimo requerido de acciones para tener la posibilidad de asistir a la Junta, que no podrá exceder de mil acciones. Esto no quiere decir que aquellos accionistas que no sean titulares de más de mil acciones no puedan ejercer su derecho a voto, sino simplemente que por cuestiones de logística no podrán asistir.

Volviendo al caso peruano, las personas que pueden ejercer el derecho a voto son los titulares de las acciones con derecho a voto²³, estas son las consideradas para determinar el quórum. Es preciso mencionar que hay quienes señalan que los accionistas que asistan a la Junta General de Accionistas pueden decir que se encuentran asistentes pero solo en lo referido a ciertos puntos de la agenda. Lo que se busca evitar es que los accionistas minoritarios queden desprotegidos, ya que

23. En Perú, se da la figura de acciones sin derecho a voto. Además, puede darse el caso de accionistas con acciones con derecho a voto que, por diversos motivos, hayan perdido tal derecho.

puede que quieran participar en alguno de los puntos de la agenda y en otros no debido a que están en desacuerdo con los accionistas mayoritarios, y que sin la concurrencia de los minoritarios, los mayoritarios no puedan alcanzar el quórum requerido para adoptar el acuerdo que se busca, por ejemplo un aumento de capital que puede diluir la participación de los accionistas minoritarios; de esta manera, los minoritarios pueden ejercer su poder de negociación.

Asimismo, antes de la instalación de la Junta General de Accionistas se formula la lista de asistentes y a partir de esta se determina el número de acciones representadas y su porcentaje respecto del total de las mismas, y el porcentaje de cada una de sus clases, de ser el caso.

Seguidamente, en lo referido al derecho al voto, el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas señala en el principio 12 los procedimientos para el ejercicio del voto. Al respecto señala que la sociedad debe definir tales procedimientos, pero que estos deben resultar accesibles y simples a los accionistas. Por ejemplo, la sociedad debe tener habilitados los mecanismos que permiten al accionista el ejercicio del voto a distancia por medios seguros, electrónicos o postales, siempre que el mecanismo permita que se asegure que la persona que emite el voto es efectivamente el accionista. Además, los documentos societarios deben especificar con claridad que los accionistas puedan votar separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes, de tal forma que puedan ejercer de manera separada sus preferencias de votos; incluso, en el caso que una misma persona represente a varios accionistas este representante puede emitir votos diferenciados. En el mismo sentido, la Ley de Sociedades de Capital de España, establece para las sociedades cotizadas que la participación en la Junta y el voto sobre los puntos comprendidos en el orden del día podrán delegarse o ejercitarse directamente por el accionista mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier medio de comunicación a distancia que garantice debidamente la identidad del accionista, siempre en los términos establecidos en los estatutos sociales.

En cuanto a la representación en la Junta General de Accionistas, la Ley General de Sociedades Peruana prevé que todo accionista con derecho a participar en las juntas generales puede hacerse representar por otra persona, la cual tan solo debe cumplir con los requisitos que señala el Código Civil para ser representante. Sin embargo, hay que recordar que esta norma no es de carácter imperativo, ya que el estatuto puede limitar esta facultad, pero no de manera absoluta, tan solo reservando la representación a favor de otro accionista, o de un director o gerente. Esto tiene lógica si se considera que en las Juntas Generales de Accionistas se tratan temas confidenciales y que, si son conocidos por terceros, pueden darse consecuencias perjudiciales para la sociedad.

La representación en la Junta General de Accionistas en la Ley General de Sociedades Peruana, debe constar por escrito y con carácter especial para cada Junta General de Accionistas y, en caso de que un accionista quiera otorgar un poder para varias reuniones es preciso que otorgue este mediante una escritura pública. Siguiendo con las formalidades, los poderes deben ser registrados ante la sociedad con una anticipación no menor de veinticuatro horas a la hora fijada para la celebración de la Junta General de Accionistas. Finalmente, de no considerarse lo contrario, la representación es revocable y esto sucede tan solo con la concurrencia a la Junta del accionista representado. En ese momento se produce la revocación del poder conferido y, tratándose del poder especial otorgado mediante escritura pública, este quedará en suspenso. Además, la Junta General de Accionistas, salvo disposición diversa del estatuto, es presidida por el Presidente del Directorio y el Gerente General actúa como secretario de esta.

De manera similar, en España, en las sociedades cotizadas las limitaciones estatutarias al derecho del accionista a hacerse representar por terceras personas son nulas; el accionista deberá nombrar al representante y notificárselo a la sociedad por escrito o por medios electrónicos habilitados por la sociedad. Por su parte, en Colombia la lógica del legislador ha sido distinta sobre el apoderamiento a administradores, en la medida en que para la Sociedad Anónima (no aplica a la SAS) los administradores y empleados no podrán representar en las reuniones de la Asamblea General de Accionistas distintas a las propias mientras estén en ejercicio de sus cargos²⁴. En Brasil, el accionista podrá hacerse representar en la Junta General de Accionistas por un apoderado nombrado con menos de un año, que sea accionista, directivo de la sociedad o abogado. En los casos en que la sociedad sea cotizada, el apoderado también podrá ser una entidad financiera.

En resumen, si bien tanto en Perú como en Colombia, España y Brasil se permite que los accionistas sean representados en la Junta General de Accionistas, los requisitos para hacerse representar varían de acuerdo con la jurisdicción.

Finalmente, la Ley General de Sociedades Peruana, al igual que la Ley de Sociedades de Capital de España, disponen que cuando existan diversas clases de acciones y los derechos de una de estas clases se vayan a ver afectados por algún acuerdo a ser tomado por la Junta General de Accionistas, esta afectación debe ser aprobada en sesión separada por una junta especial de accionistas, la cual estará conformada por los accionistas de la clase afectada.

24. Como ya se indicó anteriormente, en Colombia los emisores de valores deben constituirse como Sociedades Anónimas.

4.4. Actas de la Junta General de Accionistas

La Junta General de Accionistas y los acuerdos que sean adoptados por esta deben constar en un acta en la cual se exprese un resumen de lo acontecido en la reunión. Estas pueden asentarse en un libro especialmente abierto a dicho efecto, en hojas sueltas o en cualquier otra forma que permita la ley.

Toda reunión debe reflejarse en un acta y esta debe contar con ciertas formalidades. Estas pueden ser resumidas de la siguiente manera: en el acta de cada Junta General de Accionistas debe constar el lugar, fecha y hora en que se realizó; la indicación de si se celebra en primera o segunda convocatoria; el nombre de los accionistas presentes o de quienes los representen; el número y clase de acciones de las que son titulares; el nombre de quienes actuaron como presidente y secretario; la indicación de las fechas y los periódicos en que se publicaron los avisos de la convocatoria; la forma y resultado de las votaciones y los acuerdos adoptados.

Los requisitos anteriormente mencionados que figuren en la lista de asistentes pueden ser obviados si ésta forma parte del acta. El acta, incluido un resumen de las intervenciones que se dieron en la Junta General de Accionistas, será redactada por el secretario dentro de los cinco días siguientes a la celebración de la Junta.

Cuando el acta es aprobada en la misma Junta, ella debe contener constancia de dicha aprobación y ser firmada, cuando menos, por el presidente, el secretario y un accionista designado al efecto. Delo contrario, en el caso peruano es preciso la designación de no menos de dos accionistas para que, conjuntamente con el presidente y el secretario, la revisen y aprueben. El acta debe quedar aprobada y firmada dentro de los diez días siguientes a la celebración de la Junta y puesta a disposición de los accionistas concurrentes o sus representantes, quienes podrán dejar constancia de sus observaciones o desacuerdos mediante carta notarial.

■ 5. CONCLUSIÓN

Son varias las reflexiones que surgen tras analizar la regulación del funcionamiento de las juntas o asambleas generales de accionistas en Iberoamérica. La primera es el notorio avance en su regulación en todas las jurisdicciones. Aunque a velocidades y en grados de avance dispares, en todos los casos analizados puede observarse una dirección clara hacia (i) la ampliación del ámbito competencial del órgano de gobierno formado por los accionistas o titulares del capital, y (ii) el refuerzo de los mecanismos destinados a favorecer la participación de estos en la junta, ya sea ampliando las

obligaciones de información o los plazos de antelación para su convocatoria, requisitos de participación.

El sendero se dirige en todos los casos hacia una junta con mayores funciones y con una mayor participación. Nos parece sin embargo dudoso que ese sea el único camino, o el que más directamente pueda acercar a los mercados de capitales iberoamericanos hacia el desarrollo económico.

No hay mucho que objetar al refuerzo de las competencias y el funcionamiento de la junta en las sociedades con un elevado nivel de *free float* o dispersión de su capital, en las que lo que debe perseguirse es convertir a la junta en un elemento de fiscalización eficiente, que ejerza un control *ex ante* que mitigue los riesgos asociados a los problemas de agencia. En esos casos, no se trata de un camino solamente conveniente, sino absolutamente vital para el desarrollo de los mercados de capitales.

Sin embargo, como ha quedado patente en otros capítulos de esta misma obra, los mercados de capitales latinoamericanos no suelen reflejar esa realidad ni padecer esa problemática. Bien al contrario, las sociedades suelen presentar accionistas de control, que controlan la mayoría del capital o de los derechos de voto con acciones privilegiadas y otros instrumentos parecidos.

Una junta "fuerte", con facultades amplias, en mercados de capital concentrados, como lo son la mayoría de los ejemplos iberoamericanos, puede convertirse, si el legislador no es cuidadoso en el desarrollo de su regulación, en un falso remedio, en el mejor de los casos, o incluso en un agravante del problema, al convertirse en un instrumento que legitime conductas de los accionistas mayoritarios contrarias al interés social, o al de los accionistas minoritarios.

Y es que es necesario distinguir entre los mecanismos de fortalecimiento de la junta, y aquellos de protección de los accionistas minoritarios. Para atraer al capital a las sociedades cotizadas en los mercados con capital concentrado, y convertir a esas entidades en inversiones atractivas, es prioritario profundizar en la defensa del accionista minoritario, y por ende, en el desarrollo normativo de los conflictos de interés en la junta, establecer mecanismos que refuercen la transparencia, favorecer el nombramiento de consejeros independientes y conferirles mayor protagonismo en el Gobierno Corporativo, trabajar de forma paulatina en fórmulas que ayuden a una transición ordenada y paulatina al abandono de los privilegios de voto en la junta y, sobre todo, mejorar la tutela judicial y potenciar el rol de los organismos supervisores para dotar de efectividad a los mecanismos de control *ex post* y ofrecer una amenaza real que desincentive las conductas abusivas de la mayoría.

CAPÍTULO 10

La estructura del Órgano de Administración y el Estatuto del Administrador en las Sociedades Cotizadas Iberoamericanas

Pedro Portellano
Abogado. Garrigues

Fernando Vives
Abogado. Garrigues

1. INTRODUCCIÓN
2. LA RAÍZ DEL PROBLEMA DEL GOBIERNO CORPORATIVO
3. LA COMPOSICIÓN DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN: LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES
4. LAS RELACIONES ENTRE EL PRESIDENTE DEL CONSEJO ("CHAIR OF BOARD") Y EL PRIMER EJECUTIVO ("CHIEF EXECUTIVE OFFICER" O "CEO")
5. CONFLICTOS DE INTERÉS
6. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD DE ADMINISTRADORES
7. CONCLUSIONES

■ 1. INTRODUCCIÓN

Una exposición sobre el órgano de administración en las sociedades cotizadas iberoamericanas se enfrenta con dos importantes escollos: la diversidad y el distinto grado de evolución. En efecto, la primera dificultad radica en el elevado número de Estados que integran Iberoamérica, cada uno de ellos con su respectiva regulación legal. Si tuviéramos que hacer mención detallada a la de cada uno de esos países, correríamos el riesgo de quedarnos en la superficie de la materia. Para apreciar los problemas (y soluciones) relativos al órgano de administración, resulta innecesario, y hasta contraproducente, la cita de decenas e incluso centenares de preceptos legales. Los árboles (la cita del contenido de los preceptos legales) nos impediría ver el bosque (los verdaderos problemas).

El segundo obstáculo, íntimamente conectado con el anterior, se halla en la distinta evolución legislativa. Expresado en otros términos, no todos afrontan en igual medida los problemas que modernamente aquejan a las sociedades cotizadas y, en particular, a su órgano de administración. Todo ello sin perjuicio de que, por las razones que luego se verán, puede apuntarse que se vislumbra una forma convergente de identificar y resolver las cuestiones relativas el órgano de administración.

Puesto que diversidad y distinto grado de evolución impiden, y al mismo tiempo aconsejan, una descripción pormenorizada de la situación legal en cada uno de los países iberoamericanos, no queda más remedio que buscar un hilo conductor común. Y ese hilo ha de ser la moderna concepción que hoy en día se tiene del órgano de administración de las sociedades cotizadas. Esa moderna concepción parte de un diagnóstico que cabe (seguramente) predicar de cualquier sociedad cotizada, con (relativa) independencia de la jurisdicción en la que se halle localizada. En efecto, en materia de Derecho Privado, la "nacionalidad" tiene una importancia accesoria. Si, por ejemplo, miramos al contrato más prototípico, el de compraventa, con los mismos problemas económicos y jurídicos se enfrentan un comprador y un vendedor en Montevideo, México D.C. o Lisboa: asimetrías informativas, identificación y reparto de riesgos, fijación de precio, en fin, los llamados costes de transacción. Y lo mismo sucede con el contrato de sociedad, que es el que da lugar a la sociedad como ente con personalidad jurídica distinta de la de sus socios. Tiempo habrá de determinar cuáles son las coordenadas jurídicas y económicas en las que se mueven los socios (y las sociedades). Ahora lo que importa destacar es que gracias ese carácter ecuménico de las transacciones de Derecho Privado (y, desde luego, el Derecho de Sociedades forma parte de él) las ideas fluyen de un país a otro con inmensa facilidad. Eso explica, por ejemplo, que tantos trabajos estadounidenses en materia de Derecho de Sociedad no hayan limitado su influencia a los Estados Unidos, sino que, por el contrario, su influjo ya se ha irradiado a Europa y a toda América.

Además, otras dos circunstancias militan a favor de nuestro planteamiento. En primer lugar, la visión *darwiniana* que tenemos de las reglas jurídicas en materia de Derecho Privado. Cuando una regla identifica bien un problema y da una solución adecuada en términos de eficiencia, siempre que haya una buena transmisión de información, dicha regla acabará imponiéndose sobre reglas menos perfeccionadas¹. Naturalmente ello supone aceptar el planteamiento epistemológico *popperiano* en materia de Ciencias Sociales: algo es verdad hasta que queda refutada —total o parcialmente— con nuevos argumentos a la luz de los cuales surge una nueva verdad (nunca una total certeza), que a su vez, tarde o temprano, será refutada². Y ello, en nuestro caso, se traduce en que una regla jurídica se admite como adecuada hasta que su planteamiento o contenidos quedan refutados y, en consecuencia, procede sustituir o modificar dicha regla jurídica.

En segundo lugar, la existencia de inversores institucionales foráneos (estadounidenses, europeos y asiáticos) provoca que las sociedades cotizadas iberoamericanas se vean abocadas a introducir reglas internas o conductas en el funcionamiento del órgano de administración para, si no adecuarse, sí al menos intentar acercarse a las llamadas "*best practices*". Aquellos inversores institucionales solo sentirán que sus inversiones están bien gestionadas si el órgano de administración responde a ciertos estándares. Cuanto menos se cumplan esos estándares, más difícil le resultará a la sociedad atraer a esos inversores institucionales. Y, por supuesto, junto a los inversores institucionales, adquieren cada día un papel más relevante los llamados "*proxy advisors*". Puede llegar a ser enorme su capacidad de influencia para orientar el voto y, sobre todo, "señalizar" al mercado si una sociedad está o no bien gestionada, con las consecuencias correspondientes.

Desde este planteamiento, se entenderá bien que sin perjuicio de ciertas referencias a otros ordenamientos iberoamericanos, hagamos alusión a la particular situación española. La Ley española de Sociedades de Capital ha sido recientemente modificada, en concreto, a través de la Ley 3/2014, de 3 de diciembre, y que lleva el significativo título de ley "*para la mejora del Gobierno Corporativo*". Esta Ley viene dar carta

1. Naturalmente somos conscientes de que la rapidez de la recepción, así como el nivel de la recepción (plena, parcial, etc.) dependen de múltiples factores, en los que, ahora, no podemos detenernos. Por supuesto, en esta introducción *darwiniana* de las reglas jurídicas habrán de adoptarse la suficientes cautelas teniendo presente que, en general, cada una de las reglas forman parte de un conjunto o ensamblaje, que se retroalimentan: Berkowitz/Pistor/ Richard, "The transplant effect" (2003) 51 *AM J COMP L* 1, pp. 163-203; Pistor/ Xu, "Fiduciary duty in transitional civil law jurisdictions: Lessons from the incomplete law theory" (2002) *ECGI Law Working Paper* No. 1.

2. Por ello señalaba Karl POPPER en sus *Conjeturas y Refutaciones* (1991, p. 264): "*Se habrá observado a través de mi formulación que, cuando hablo del desarrollo del conocimiento científico, lo que tengo in mente no es la acumulación de observaciones, sino el repetido derrocamiento de teorías científicas y su reemplazo por otras mejores o más satisfactorias*".

de naturaleza legal a las propuestas formuladas por una Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo. Esa Ley, junto con el flamante Código de Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas (de febrero de 2015), podríamos denominarlos de tercera generación (ó 3.0, como ahora se diría). La primera generación estuvo constituida por las Informes que en ámbito del *soft law* hicieron llegar a España la primera oleada de *soft law on corporate governance* (Informes Olivencia y Aldama). La segunda generación vino integrada por ciertas modificaciones legales y otros códigos de *soft law* (básica aunque no únicamente, la Ley de 2003 de Transparencia y el Código Unificado de Gobierno Corporativo o Código Conthe).

Desde estas bases, creemos estar en condiciones de afrontar los problemas comunes que afectan o inciden en el régimen de funcionamiento de los órganos de administración de las sociedades cotizadas iberoamericanas, y reflexionar sobre las soluciones más adecuadas.

Una última observación en esta Introducción. Liberamos al lector de la pesada carga de un aparato bibliográfico repleto de profusas citas doctrinales. Vista la enorme producción científica que hay sobre el *corporate governance* en general y sobre el órgano de administración en particular, cada comentario tendría que ir acompañado de decenas, si no centenares, de citas doctrinales. Con franqueza, no parece que en este momento y en esta publicación eso tenga mucho sentido (sin perjuicio de que cuando sea aconsejable hagamos referencia a algún apoyo dogmático). Y, de la misma manera, carece de sentido que a la hora de abordar cada uno de los temas hayamos de hacer mención a todos y cada uno de los informes o códigos que en materia de Gobierno Corporativo se han ido generando tanto en América como en Europa. Solo con su mera cita consumiríamos la mitad del espacio que amablemente nos han ofrecido para este capítulo.

■ 2. LA RAÍZ DEL PROBLEMA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

No creemos que, a estas alturas, nadie pueda poner en cuestión que la única forma de penetrar en los intersticios de la problemática del órgano de administración es enfocándolo desde la perspectiva (económica) de las relaciones de agencia, es decir, en las relaciones en las que una parte (el principal o propietario) delega en otra poderes de decisión (el agente).

En el caso de las sociedades, los principales son los socios (los propietarios de la sociedad) quienes delegan en el órgano de administración (agente) la toma de decisiones. Por supuesto, que ello no significa que los propietarios no tomen ciertas decisiones (debidamente constituidos en junta). Pero el grueso de las decisiones, muchas

de ellas extraordinariamente relevantes para los propietarios de la sociedad, corren a cargo del órgano de administración. Los socios generalmente no están en disposición ni de especificar los concretos resultados de la actividad de los administradores ni de determinar exhaustivamente los medios que han de articularse para su consecución. Los socios únicamente tienen claro un objetivo: maximizar el valor de la empresa, esto es, el rendimiento de la inversión realizada. El órgano de administración (y, por supuesto, cada uno de sus miembros), desde esta perspectiva, es un agente de la sociedad, que acuerda con ella el despliegue de sus conocimientos y pericias para alcanzar ese objetivo genérico.

Aunque existen otros, el riesgo característico de las relaciones de agencia estriba en que el agente (el órgano de administración) anteponga sus propios intereses a los de su principal (los socios de la sociedad). El órgano de administración está compuesto por personas; y la experiencia enseña que de la misma manera que no parece pertinente pensar que todo el mundo es intrínsecamente perverso, tampoco procede aceptar con los ojos cerrados que todo el mundo se va a comportar bien en todas las circunstancias de la vida. Sea o no verdad la máxima de Rousseau de que el hombre el bueno por naturaleza y es la sociedad la que le corrompe, lo cierto es que los seres humanos no somos ni ángeles ni demonios. Y las tentaciones a las que se puede llegar a ver expuesto un administrador son muchas. No hace falta decir más.

Pero en el caso de las sociedades cotizadas aquel riesgo presenta un particular dramatismo. Ya no se trata (solamente) de que los componentes del órgano de administración prioricen sus propios intereses a los de la sociedad. Ahora el riesgo medular estriba en que los socios mayoritarios se sirvan de los administradores (que a pesar de ser nombrados formalmente por la junta, en términos realistas han sido aupados a su posición gracias al voto de los accionistas mayoritarios) para conseguir para ellos beneficios que, en realidad, corresponderían a la sociedad (y, por tanto, a todos los accionistas, y no solo a los mayoritarios, que sufrirían así un lucro cesante) o para lograr beneficios a costa de la sociedad (con lo que los socios minoritarios experimentarían un daño emergente). Sea de una manera u otra, cualquiera de esas posibles conductas de los socios mayoritarios (canalizadas a través de la actuación de los administradores) supondría una expropiación de los derechos de los accionistas minoritarios.

Pues bien, aquel particular dramatismo se redobla cuanto mayor es la concentración de capital. Por exponerlo en términos muy sencillos. Cuanto mayor sea el porcentaje que uno o varios accionistas tengan en la sociedad mayor será la tentación de que dichos accionistas usen de su poder (bien sea en forma de voto en junta o bien sea en forma de control efectivo sobre el órgano de administración) en detrimento de los accionistas minoritarios y, por supuesto, de la propia sociedad (llegándose incluso a

hablar de "tiranía de la mayoría"). Y esta es una cuestión central para el particular caso de las sociedades cotizadas iberoamericanas. De acuerdo con los estudios disponibles en la materia, su estructura de capital es esencialmente concentrada, con la existencia de un socio de control capaz de ejercer una influencia significativa y, por tanto, con capacidad, en muchos casos, de nombrar o destituir al equipo directivo³. De hecho, la OCDE habla de "*las circunstancias económicas especiales de la región, en particular, la persistencia de patrones de concentración de la propiedad y de control*"⁴.

Pero la eventualidad de ese riesgo no debe llevarnos a defender que la única forma de cortocircuitar ese problema, o al menos mitigarlo, sea dejar el gobierno de la sociedad en manos de los socios minoritarios. Y ello por muchas razones. En primer lugar, de acuerdo con la lógica económica (que no puede ser ignorada por la lógica jurídica) no es exigible a quien realiza una importante inversión en una sociedad (en forma de adquisición de acciones) que deje la gestión de la sociedad exclusivamente en manos de quienes menos han invertido (los minoritarios). Y, en segundo lugar, porque aunque así fuera, el riesgo permanecería invariable, y únicamente cambiarían los sujetos activo y pasivos de las eventuales conductas expropiatorias: los expropiantes podrían ser ahora los minoritarios; y los expropiados, los mayoritarios. Tampoco por el hecho de ser minoritarios, esos accionistas adquieren condición celestial.

Desde este prisma convendrá distinguir entre medidas globales (o no específicas) que eliminen (o, al menos, minimicen) la probabilidad de que se materialice el riesgo propio de las relaciones de agencia con carácter general. De este tema nos ocuparemos en los siguientes apartados 3 y 4, en los que abordaremos, respectivamente, la composición del órgano de administración y el controvertido tema de la compatibilidad en una misma persona de los cargos de primer ejecutivo y presidente del consejo de administración. Posteriormente, en el apartado 5, nos ocuparemos de una cuestión tan específica como central a la hora de analizar los problemas y soluciones que ha de darse a aquel riesgo: los conflictos de interés (administradores-sociedad y, sobre todo, socios-sociedad). Finalizaremos con un tema clásico en el Derecho de Sociedades, responsabilidad de administradores, que cobra nueva luz desde la perspectiva de las relaciones de agencia y los eventuales conflictos entre accionista mayoritarios y accionistas minoritarios. En él recalaremos en el apartado 6⁵. Las conclusiones más importantes que creamos haber alcanzado quedarán condensadas en el apartado 7.

3. Céspedes/González/Molina, (2010), "Ownership and capital structure in Latin America", *Journal of Business Research*, 63(3), pp. 248-254.

4. "White Paper" sobre Gobierno Corporativo en Latinoamérica.

5. Dadas las múltiples aristas que presente el tema de la retribución de los administradores de cotizadas y el papel que debe asignarse a la junta, creemos que bien merece un análisis separado y en un trabajo distinto. Esperemos que pronto tengamos esa oportunidad.

A lo largo de todos esos apartados, el lector comprobará —o, al menos, esa es nuestra esperanza— que cuando los problemas se encararan de frente y se abandonan perspectivas desbancadas por el tiempo en pro de nuevas soluciones, el órgano de administración de las cotizadas debe y puede funcionar con eficiencia.

3. LA COMPOSICIÓN DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN: LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES

En materia de *Corporate Governance* una de las ideas o principios que con más rapidez y fuerza se han extendido internacionalmente ha sido la referente a la composición del órgano de administración. En efecto, ya los *Principles on Corporate Governance* del *American Law Institute* recomendaban que el *Board* de las sociedades cotizadas tuviera una mayoría de consejeros que no tuvieran ninguna relación significativa con los gestores de la sociedad. Después, ya en Europa y, en concreto, en el Reino Unido, el Informe Cadbury señalaba que toda sociedad abierta debe estar encabezada por un consejo eficiente, que pueda a la vez dirigir el negocio y controlarlo. En el marco del sistema monista anglosajón —continuaba diciendo ese Informe— ello supone un consejo constituido por consejeros ejecutivos, con un conocimiento profundo del negocio, y por consejeros externos, no ejecutivos, que aporten una visión más amplia. La cualidad esencial que los consejeros no ejecutivos deben aportar a las deliberaciones del consejo es la independencia de criterio. De ahí que el Informe Cadbury recomendara que la mayoría de los consejeros no ejecutivos fuera independiente entendiendo por tal que no dependieran del equipo ejecutivo y, sobre todo, que estuvieran libres de cualquier negocio o relación que pudiera interferir de hecho en la emisión de un criterio independiente. A partir de ahí, es lugar común en todos los informes y recomendaciones de buen gobierno la diferenciación entre consejeros ejecutivos y consejeros externos, y la exigencia de que estos últimos, en todo o en parte, sean independientes.

Aunque son muchísimas las cuestiones que suscita la figura de los consejeros independiente, y por razones evidentes no podemos abordarlas todas, sí que, al menos, algunas deben ser tratadas: su función (v. *infra* a); los requisitos para ser consejeros independiente (v. *infra* b); y su presencia en las comisiones auxiliares del consejo de administración (v. *infra* c).

a) Por lo que se refiere a la función, a menudo se atribuye a los consejeros independientes la tarea de defender o “representar” al capital flotante (*free float*). Así, por ejemplo, y por citar el caso español, el Informe Olivencia señalaba que la misión primordial de los consejeros independientes consiste en hacer valer en el consejo los intereses del capital flotante. No obstante, ha habido algunas voces críticas que entiende que ese no

puede ser su rol, sino que, por el contrario, de lo que deben ocuparse es de la defensa del interés social, entendido éste como el interés de todos los accionistas, y no en concreto solo el de algunos accionistas (los que integran el *free float*).

Lo cierto es que, a nuestro juicio, no existe incompatibilidad entre los dos puntos de vista. Al menos *de iure* todos los consejeros (independientes o no) están por igual obligados a la defensa del interés social. Pero como *de facto* existe el riesgo —lo sabemos por la teoría de agencia— de que los consejeros más estrechamente ligados a los accionistas mayoritarios prioricen el interés de dichos accionistas sobre los de la sociedad (es decir, del conjunto de accionistas), entonces las referencias al capital flotante deben ser entendidas en el sentido de que los consejeros independientes deben monitorizar y controlar la conducta de los consejeros ejecutivos para que ésta no esté guiada, exclusiva o básicamente, por su propio interés o, sobre todo, por el de los accionistas mayoritarios, y todo ello en detrimento del interés social y en evitación de maniobras expropiatorias de los legítimos intereses de los accionistas minoritarios. Por esta razón señalábamos que la composición del órgano de administración es una de las medidas globales (o no-específicas) que, cuanto menos, mitigan la probabilidad de que se materialice el riesgo propio de las relaciones de agencia. Buena prueba de ello es que la presencia en el consejo de consejeros independiente es una de las cuestiones más analizadas y, sobre todo, valoradas por los potenciales inversores y los *proxy advisors*. A este respecto ha de indicarse que la figura del consejero independiente, además de en España y Portugal, es conocida (y reconocida) en la inmensa mayoría de países americanos. El siguiente cuadro es ilustrativo al respecto:

País	Organismo regulador	Tipos de consejeros	Normativa aplicable
República Argentina	Comisión Nacional de Valores	<ul style="list-style-type: none"> • Directores independientes • Directores externos • Directores que tienen vinculación con el grupo de control 	Ley de Mercado de Capitales, No. 26831
Estado Plurinacional Bolivia	Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas	No existe distinción alguna.	N/A
República Federativa del Brasil	Comisión de Valores Mobiliarios	<ul style="list-style-type: none"> • Consejeros independientes (aplicable para los segmentos Novo Mercado y Nivel 2 de Gobierno Corporativo) • Consejeros no independientes 	Reglamentos de los segmentos Novo Mercado y Nivel 2 de Gobierno Corporativo

País	Organismo regulador	Tipos de consejeros	Normativa aplicable
República de Chile	Superintendencia de Valores y Seguros	<ul style="list-style-type: none"> • Directores independientes • Directores no independientes 	Ley N° 18.046 sobre sociedades anónimas
República de Colombia	Superintendencia Financiera de Colombia	<ul style="list-style-type: none"> • Directores independientes • Directores no independientes 	Ley 964 de 2005
República de Costa Rica	Superintendencia General de Valores	<ul style="list-style-type: none"> • Directores socios • Directores no socios • Directores externos o independientes • Directores no externos o independientes 	Código de Comercio
República del Ecuador	Consejo Nacional de Valores	No existe distinción alguna.	N/A
República de El Salvador	Superintendencia del Sistema Financiero	No existe distinción alguna.	N/A
Reino de España	Comisión Nacional del Mercado de Valores	<ul style="list-style-type: none"> • Consejeros ejecutivos • Consejeros no ejecutivos (y dentro de esta categoría, dominicales, independientes u otros externos) 	Ley de Sociedades de Capital
República de Guatemala	Central de Valores Nacional	No existe distinción alguna.	N/A
República de Honduras	Superintendencia de Valores y otras Instituciones	No existe distinción alguna.	N/A
Estados Unidos Mexicanos	Comisión Nacional Bancaria y de Valores	<ul style="list-style-type: none"> • Consejeros independientes • Consejeros no independientes 	Ley del Mercado de Valores
República de Panamá	Superintendencia del Mercado de Valores	No existe distinción alguna.	N/A
República del Paraguay	Comisión Nacional de Valores	No existe distinción alguna.	N/A
República del Perú	Superintendencia del Mercado de Valores	<ul style="list-style-type: none"> • Consejeros independientes • Consejeros no independientes 	Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas

País	Organismo regulador	Tipos de consejeros	Normativa aplicable
República Portuguesa	<i>Comissao do Mercado de Valores Mobiliários</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Consejeros ejecutivos • Consejeros no ejecutivos • Consejeros independientes • Consejeros no independientes 	<i>Codigo dos Valores Mobiliarios</i>
República Dominicana	Superintendencia de Valores	No existe distinción alguna.	N/A
República Oriental del Uruguay	Banco Central del Uruguay	No existe distinción alguna.	N/A

b) Pero a nadie se le escapará que para que los consejeros independientes realmente puedan cumplir la misión asignada, es crucial que sean verdaderamente independientes. De nada sirve rotular como “independientes” si, por sus características, no lo son. Cuanto más alto se ponga el listón, mayores serán las garantías de que los consejeros independientes cumplan su misión⁶. Si ese listón no es lo suficiente elevado (claro está, sin caer en extremismos que hagan absolutamente imposible encontrar a alguien que reúna todas las condiciones), de nada servirá llamarle independiente porque no servirá como contrapeso para evitar las tentaciones de que ciertos administradores miren más para sí y para los accionistas mayoritarios que para el conjunto de los accionistas⁷.

6. Somos conscientes de que se ha señalado el riesgo de que los accionistas mayoritarios también intenten hacer valer su peso e influencia antes los consejeros independientes: v. DA DeMott, “Guests at the table? Independent directors in family-influenced public companies” (2008) 33 *J CORP L* 4, pp. 819-863; Dahya/Dimitrov/McConnell, “Does board independence matter in companies with a controlling shareholder?” (2009) 21 *J APP CORP FIN* 1, pp. 67-78; Black *et al*ri, “What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil (and other BRIK Countries)” (2012) *J CORP FIN*.

7. Manuel Conthe (que fue Presidente del regulador español de los mercados de valores —la Comisión Nacional del Mercado de Valores— y miembro de la Comisión de Expertos cuyo informe ha dado lugar a la ya cita Ley española 31/2014, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo) reflejaba bien esta situación en un artículo publicado en el diario “El Mundo” el 1 de abril de 2014, y que llevaba el significativo título de “Wittgenstein y los independientes”. Permítase-nos que transcribamos algunos párrafos: “En [...] “Investigaciones Filosóficas”, el filósofo [...]Wittgenstein plantea un experimento mental célebre: “Supongamos que todo el mundo tiene una cajita con algo dentro, a lo que llama escarabajo. Nadie puede mirar dentro de la caja ajena y todo el mundo dice que sabe lo que es un escarabajo mirando al suyo. En tal situación, sería perfectamente posible que cada uno tuviera algo distinto en su caja, e incluso que ese algo estuviera cambiando constantemente. ¿Tendría sentido la palabra escarabajo en el lenguaje de esa gente?”. Del riesgo de que el término “consejero independiente” resultara tan ambiguo como el escarabajo de Wittgenstein advirtió ya en 1998 el Informe Olivencia, cuando afirmaba que “en los medios financieros se está extendiendo la interpretación un tanto ligera de lo que es el consejero independiente, más atenta a la letra que al espíritu de la denominación”. [...] Por eso, el Grupo de Trabajo que alumbró en 2006 el nuevo “Código Unificado de Buen Gobierno” de las sociedades cotizadas españolas convino en que era preciso reforzar y precisar mejor las condiciones mínimas para que un consejero pudiera ser calificado de independiente. [...]Ahora bien, un consejero puede cumplir esas condiciones

No podemos detenernos ahora en explicitar todos los requisitos que han de concurrir en una persona para que de verdad pueda cumplir la misión a la que están llamados los consejeros independientes. Pero bien podría tomarse como referencia el caso español. La Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo de 2013 ha establecido una serie de requisitos positivos (circunstancias que han de concurrir) y de requisitos negativos (circunstancias que excluyen la calificación como independiente). Desde luego, el requisito positivo por excelencia es que se trate de una persona que, por sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionado por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos. De lo que se deduce que lo importante son, en realidad, los requisitos negativos, es decir, aquellas circunstancias hagan presumir que, de darse, esa persona puede estar condicionada en el desempeño de sus misión, y que por tanto, impiden la calificación de "independiente". Entre esas circunstancias destacan el haber sido empleado o consejero ejecutivo de la sociedad (o en sociedades del grupo), salvo que hubieran transcurrido un plazo prudencial de tiempo (tres o cinco años, según los casos); percibir de la sociedad (o de sociedades del grupo), retribuciones (distintas de las de consejeros) que no sean de cierta relevancia; que haya sido auditor de la sociedad (salvo que haya pasado un cierto tiempo, en concreto tres años); mantener o haber mantenido durante el último año una relación de negocios importante con la sociedad (o con cualquier sociedad de su grupo); ser pariente o estar ligado por vínculos afectivos con un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad; etc.

c) Terminamos ya estas breves reflexiones sobre los consejeros independientes haciendo una rápida referencia a cómo hacer efectiva la influencia de los consejeros independientes en los consejos de administración de las sociedades cotizadas. Nos referimos, claro está, a su presencia en las comisiones auxiliares del consejo.

El *American Law Institute*, en sus *Principles*, dejó pública y notoria constancia (y desde entonces no hay voz seria que lo ponga en cuestión) de que en las sociedades en general, pero muy particularmente en las cotizadas, un órgano de administración compuesto por un número más o menos elevado de miembros, que además se

mínimas de independencia y, sin embargo, carecer de la experiencia profesional, conocimientos técnicos, o temple para poder desempeñar con eficacia su tarea [...]. La independencia es, pues, condición necesaria, pero no suficiente, para que a una compañía le convenga nombrar como consejero independiente a una persona concreta... [...] Según la interpretación más frecuente del citado pasaje de las "Investigaciones Filosóficas", las personas creemos con frecuencia que estamos hablando sobre una misma cosa porque utilizamos la misma palabra para describirla, pero, sin saberlo, podemos estar debatiendo asuntos distintos. Es, a mi juicio, lo que ocurre en España con los consejeros independientes: su peso profesional e independencia efectiva varía mucho de unas sociedades cotizadas a otras. Por fortuna, las propias convicciones de los propietarios y directivos de algunas han hecho que no se atengan a la letra, sino al espíritu de las recomendaciones. Son esos consejeros independientes los "escarabajos" que debieran servir de modelo a las restantes sociedades".

reúnen de tanto en tanto casi por definición está incapacitado para gestionar una sociedad si por gestión entendemos la llevanza del día a día de la sociedad. De eso se ocupan los consejeros ejecutivos y los altos directivos. Por tanto, el papel a desempeñar por el *Board* ha de ser otro. Básicamente su misión ha de ser doble: por un lado, supervisar la actuación de los consejeros ejecutivos, y, por el otro, reservarse las decisiones más importantes, incluidas todas aquellas en las que se detecte un riesgo de expropiación a favor de los ejecutivos o de los accionistas mayoritarios y en detrimento de los minoritarios y, en general, de la sociedad.

Desde esta perspectiva se aprecia el peligro de que los consejeros independientes se vean impedidos de cumplir su misión. En efecto, para que los consejeros independientes puedan verdaderamente cumplir sus funciones (supervisar la labor de los ejecutivos y, por supuesto, detectar y, en su caso, detener maniobras expropiatorias) no resulta suficiente las reuniones periódicas del Consejo, en las que, además, solo se cuente con la información previamente remitida por los consejeros ejecutivos (que son los únicos que conocen al detalle las interioridades de la sociedad).

Por esa razón, precisamente, resulta imprescindible no solo que los consejeros independientes tengan presencia en todas las comisiones auxiliares del consejo de administración (que a su vez facilitan las deliberaciones y decisiones del consejo en pleno). También es imprescindible que esa presencia sea cuantitativamente preponderante en determinadas comisiones (como la de auditoría y la de nombramientos y retribuciones) sobre la de otros miembros del consejo (ejecutivos y dominicales). De este modo, se obtendrá una pluralidad de beneficios; y por citar los más evidentes: la involucración o activismo de los consejeros independientes será mayor (también los independientes están expuestos al riesgo de adoptar una actitud pasiva, callada y discreta, limitándose a secundar las decisiones de quienes mejor conocen la compañía); los consejeros independientes tendrán información de primera mano (y no la "pre-cocinada" por los ejecutivos); y cuando por la competencia de la comisión auxiliar, la presencia de los independientes sea mayoritaria, los informes que prepare (destinados al Consejo en pleno) tenderán a reflejar los puntos de vista de los consejeros independientes.

4. LAS RELACIONES ENTRE EL PRESIDENTE DEL CONSEJO ("CHAIR OF BOARD") Y EL PRIMER EJECUTIVO ("CHIEF EXECUTIVE OFFICER" O "CEO")

Si en el epígrafe anterior señalábamos que la utilidad de la figura del consejero independiente ha logrado aunar un importante consenso internacional, no puede decirse lo mismo —más bien lo contrario— respecto a la necesidad o conveniencia de separación de cargos entre el presidente del consejo de administración y el primer ejecutivo

de la compañía (CEO). Como la controversia viene de lejos, no parece preciso reproducir en detalle los argumentos esgrimidos por los defensores a ultranza de inacumulabilidad de cargos o por los que mantienen la tesis contraria. No obstante, sí que convendrá dar alguna pincelada antes de exponer nuestra posición al respecto.

Como es sabido, quienes defienden que el Presidente del Consejo de administración no debe ser, al mismo tiempo, el primer ejecutivo de la compañía básicamente esgrimen que se trata de una medida que redundaría en la eficiencia de la sociedad, puesto que impide la excesiva concentración de poder. En efecto, se dice, si además de las competencias que son propias del cargo de presidente (básicamente convocar al consejo, preparar el orden del día y moderar las deliberaciones del consejo) se añade que propias de primer ejecutivo, se constriñe enormemente la posibilidad de control real de la actuación de los consejeros ejecutivos, en general, y, en particular, del primer ejecutivo (y, de este modo, se limita la posibilidad de detección y freno a maniobras expropiatorias). Desde esta perspectiva, el modelo a seguir sería el británico, en el que el *Chairman*, amén de la función de alta representación institucional, convoca y preside el Consejo, en el que se fiscaliza la labor del CEO.

Por contraposición, se ha señalado que la acumulación de cargos es beneficiosa, ya que proporciona a la compañía un liderazgo claro tanto en el ámbito interno y externo. Además, se reducen los costes de información y coordinación que se generarían en caso de que los cargos no fueran acumulables.

Por nuestra parte, no podemos asumir la prevalencia de una alternativa sobre la otra. Hasta donde nosotros somos conscientes la literatura que se ha ocupado del tema (sea puramente económica, sea la que se sitúa en el ámbito del *law&economics*) no ha demostrado de manera concluyente la clara superioridad de un sistema sobre el otro. Vayamos ahora a los datos empíricos. En el Reino Unido, donde —como sabemos— existe separación de cargos, el nivel de eficiencia y de “buena gobernanza” de las sociedades británicas no es discutido. Pero es que en Estados Unidos, donde un alto porcentaje de empresas acumulan los cargos de *Chairman* y CEO, tampoco se pone en tela de juicio ni, en general, su eficiencia ni su “buena gobernanza”. Esto ya nos muestra que no debe criminalizarse ni un modelo ni otro. En realidad, la opción más idónea dependerá de las características de la empresa, y por qué no decirlo, también de las personas que ocupen los cargos. Estamos íntimamente persuadidos de que el ordenamiento jurídico (cuando el *soft law* pasa a convertirse en *mandatory law*) ni debe ni puede tratar a todas las sociedades (aunque todas ellas sean cotizadas) de la misma manera. Del mismo modo que no hay dos personas iguales, no hay dos sociedades iguales. Pueden existir muy buenas razones para que un mismo sujeto dentro de una sociedad compatibilice aquellos dos cargos.

En realidad, y como casi todo en la vida cuando se trata de temas controvertidos, nada es ni totalmente blanco ni totalmente negro (o, como antes decíamos, ni nadie es completamente ángel, ni nadie es completamente demonio). Y es precisamente en la paleta de colores o tonos que van desde el blanco al negro donde está la clave para una buena gobernanza cuando se trata de la compatibilidad de cargos. Por de pronto lo primero que debe hacerse es dar libertad a las sociedades para que se decanten por uno u otro modelo. Nadie como la propia sociedad sabe lo que le conviene. Ya sopesará ella los pros y los contras de cada opción. Y si el modelo elegido finalmente no resulta ser el más conveniente, los mercados se lo harán saber más pronto que tarde. Y rectificará por la cuenta que le trae. En segundo lugar, y en conexión con lo anterior, para que los mercados puedan, en su caso, reaccionar, la sociedad debe transmitir al mercado toda la información que sea relevante sobre el modelo escogido o sus variantes.

Y es precisamente en esas variantes donde nosotros queremos poner el énfasis. Si una sociedad entiende que el modelo más adecuado a sus características es el de acumulación de cargos es perfectamente posible, y sin duda es lo más razonable, establecer ciertos contrapesos (como se hace en el Derecho español) que reduzcan sensiblemente el riesgo de excesiva concentración de poder en manos de una sola persona. Desde luego, el más importante —y que, al menos, en la práctica española ha tenido un notable éxito— pasa por tener a un presidente con funciones ejecutivas (es decir, no meramente un *chairman*) junto a otra persona (también consejero), que posea amplios e importantes poderes ejecutivos⁸. El poder queda así repartido. Lo que sí convendrá es, de nuevo, transmitir adecuadamente a los mercados como se coordinan o conjugan los poderes de ambos.

Hay además una segunda medida (válida tanto para el supuesto de que los cargos de *chairman* y CEO coinciden como para aquel otro en el que existe un *chairman* con funciones ejecutivas y, además, otro consejero con amplios e importante poderes) que se explica como medio para evitar que la persona en cuya mano está convocar al consejo de administración (el *chairman*) intente eludir que el consejo pueda llegar a monitorizar qué decisiones se han tomado o deben tomarse. Piénsese que esa obstaculización se lograría o no convocando en tiempo oportuno al consejo o bien confeccionando un orden del día que impida que los consejeros aborden determinados temas. Pues bien, esa segunda medida consiste en habilitar a un número reducido de consejeros a instar al presidente a convocar el consejo para tratar determinados temas (y, en caso de no hacerlo, ellos mismos podrían directamente convocar el consejo) o bien, aunque no es incompatible con lo anterior, facultar a consejero

8. Lo que en la terminología española se denomina "consejero delegado", aunque, por supuesto puede haber un "consejero delegado" aunque el *chairman* no tenga ningún poder ejecutivo.

independiente (elegido, a su vez, por todos los consejeros independientes) para convocar (o instar a convocar) el consejo de administración para tratar ciertos temas.

En resumen, nuestra posición es clara. La ley no debe obligar a las sociedades a hacer incompatibles las posiciones de Chairman y de CEO. Deben ser ellas las que tomen la decisión en función de sus particulares circunstancias. Todo ello, claro está, sin perjuicio de recomendar un cierto modelo (y, entonces, ya se sabe: *comply or explain*).

Expuesta la situación española, echemos un vistazo a la situación en otros países iberoamericanos, donde se aprecia una tendencia a recomendar la no acumulabilidad:

País	Previsión de la separación entre cargos	Observaciones
República Argentina	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en el Código de Gobierno Societario de 2012.	La Recomendación II.5 del Principio II, "Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la Emisora" del CGS CNV, se le dice a la Emisora que en caso de contar con un Comité de Nombramientos, el mismo recomiende que "el Presidente del Directorio no sea su vez el Gerente General de la Emisora".
Estado Plurinacional Bolivia	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República Federativa del Brasil	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en los Reglamentos del Nuevo Mercado relativos a los Niveles 1 y 2.	Los reglamentos del Nuevo Mercado relativos a los Niveles 1 y 2 de Gobierno Corporativo vedan la acumulación de cargos de presidente del consejo y director presidente o principal ejecutivo de la compañía.
República de Chile	Se prevé legalmente en Ley Nº 18.046 ley sobre sociedades anónimas.	El cargo de gerente es incompatible con el de presidente, auditor o contador de la sociedad y en las sociedades anónimas abiertas, también con el de director (artículo 49 LSA).
República de Colombia	No se prevé la separación de cargos, aunque sí de representante legal y presidente de la junta directiva en la Ley 964 de 2005.	El inciso final del artículo 44 de la Ley 964 de 2005 establece que "Quien tenga la calidad de representante legal de la entidad no podrá desempeñarse como presidente de la junta directiva".
República de Costa Rica	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en el Reglamento de Gobierno Corporativo del Conassif y en el Reglamento de Gobierno Corporativo de la Bolsa Nacional de Valores.	El Reglamento de Gobierno Corporativo del Conassif establece que, en la integración del Consejo Directivo de las entidades supervisadas, se debe considerar que los miembros de la Junta Directiva u órgano equivalente no pueden desempeñar cargos como gerente general o ejecutivo de la entidad. (Art. 5). El Reglamento de Gobierno Corporativo de la Bolsa Nacional de Valores especifica que el Presidente de la Junta Directiva y el Gerente General de la empresa no pueden ser la misma persona.

País	Previsión de la separación entre cargos	Observaciones
República del Ecuador	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República de El Salvador	No se prevé la separación de cargos para todas las sociedades cotizadas, sino únicamente para sociedades cotizadas bancarias y de seguro en las normas NPB 4/48, de Gobierno Corporativo de las Entidades Financieras.	Las funciones del director ejecutivo y el presidente de la junta directiva son incompatibles, ya que se determina que con el objeto de fortalecer la función general de supervisión, la junta directiva de las entidades sólo podrá contar con un director ejecutivo.
Reino de España	Ley de Sociedades de Capital y Código de Buen Gobierno.	<p>El artículo 529 septies de la Ley de Sociedades de Capital establece: "1. En caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración, con la abstención de los consejeros ejecutivos, deberá nombrar necesariamente a un consejero coordinador entre los consejeros independientes.</p> <p>2. En caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración, con la abstención de los consejeros ejecutivos, deberá nombrar necesariamente a un consejero coordinador entre los consejeros independientes, que estará especialmente facultado para solicitar la convocatoria del consejo de administración o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día de un consejo ya convocado, coordinar y reunir a los consejeros no ejecutivos y dirigir, en su caso, la evaluación periódica del presidente del consejo de administración".</p> <p>El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015) señala en la Recomendación 34^a: "Que cuando exista un consejero coordinador, los estatutos o el reglamento del consejo de administración, además de las facultades que le corresponden legalmente, le atribuya las siguientes: presidir el consejo de administración en ausencia del presidente y de los vicepresidentes, en caso de existir; hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros no ejecutivos; mantener contactos con inversores y accionistas para conocer sus puntos de vista a efectos de formarse una opinión sobre sus preocupaciones, en particular, en relación con el Gobierno Corporativo de la sociedad; y coordinar el plan de sucesión del presidente."</p>
República de Guatemala	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República de Honduras	No se prevé la separación de cargos.	N/A
Estados Unidos Mexicanos	No se prevé la separación de cargos.	N/A

País	Previsión de la separación entre cargos	Observaciones
República de Panamá	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República del Paraguay	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República del Perú	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.	El Principio 24 establece que "Existe separación entre la administración o gobierno ejercida por el Directorio, la gestión ordinaria a cargo de la Alta Gerencia y el liderazgo del gerente general, mediante una política clara de delimitación de funciones. Las designaciones para los cargos de gerente general y presidente de Directorio recaen en diferentes personas".
República Portuguesa	Se prevé como una recomendación de buen gobierno en las Recomendaciones de la CMVM.	Las Recomendaciones de la CMVM establece en el apartado II.1.10 que en el caso que el presidente del órgano de administración ejerza funciones ejecutivas, éste órgano deberá nombrar, de entre sus miembros, un administrador independiente.
República Dominicana	No se prevé la separación de cargos.	N/A
República Oriental del Uruguay	No se prevé la separación de cargos.	N/A

5. CONFLICTOS DE INTERÉS

Si hasta el momento nos hemos ocupado de los mecanismos que, con carácter general, reducen el riesgo de conductas expropiatorias a favor de los administradores (o de los accionistas de control) y en perjuicio de la sociedad (o de los accionistas minoritarios), ahora es el turno de una cuestión en la que específica y claramente afloran ese riesgo. Nos referimos a los conflictos de interés.

En el marco de las relaciones de agencia, se ha dicho —con razón— que el deber de lealtad del agente (que exige dar prioridad a los intereses de la sociedad sobre los propios) tiene su primera manifestación en el deber de evitar los conflictos de interés⁹. De hecho ese es el rótulo del (nuevo) art. 229 de la Ley (española) de Sociedades de Capital, tras la reforma experimentada por la Ley 31/2014.

⁹ Recomendamos la lectura de las páginas que al tema dedica A. KEAY, *Directors' Duties*, 2ª ed., 2014, p. 276 y ss.

Muchas y variadas son las manifestaciones del deber de lealtad y del subsiguiente deber de evitar los conflictos de interés. De entre ellas, podríamos citar la prohibición de hacer competencia a la sociedad o el desvío de las oportunidades de negocio de la sociedad ("*corporate opportunities*"). Pero dado que este capítulo está referido a las sociedades cotizadas, permítasenos que nos centremos en los conflictos de intereses que surgen con ocasión de las llamadas operaciones vinculadas. Es ahí donde con total crudeza se manifiesta el riesgo de maniobras expropiatorias de los accionistas mayoritarios a costa de los minoritarios¹⁰. Sobre el tema muy recientemente se han vertido unas luminosas reflexiones a las que, en lo sucesivo, seguiremos¹¹.

Por operación vinculada se entiende toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre partes vinculadas. Una parte se considera vinculada a otra cuando una de ellas, o un conjunto que actúa en concierto, ejerce o tiene la posibilidad de ejercer, directa o indirectamente o en virtud de pactos o acuerdo, el control sobre otra o una influencia significativa en la toma de decisiones financieras y de explotación de la otra. Se incluyen, así, a los administradores y directivos, así como a los socios de control o que tiene una participación significativa que les permite ejercer una influencia igualmente significativa.

Las transacciones vinculadas no deben quedar prohibidas *per se*. Una interdicción de tal naturaleza sería incongruente con la búsqueda de la eficiencia que debe perseguir siempre el Derecho Privado. En efecto, la ausencia de prohibición automática no deriva del hecho de que, como de todos es conocido, sean frecuentes en la práctica. Procede de la circunstancia de que las transacciones vinculadas pueden ser beneficiosas para ambas partes, entre otras muchas cosas, porque reducen significativamente los costes de transacción, lo que facilita el alineamiento de intereses. Las partes, en tanto que vinculadas, se conocen bien y, en general, son conscientes de sus respectivas necesidades¹².

10. V. Gilson/Schwartz, "Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms Versus Ex Post Transaction Review", (2012) <http://ssrn.com/abstract=2129502>; Armour/Hansmann/Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies* en Kraakman et al. (Vds.), *The Anatomy of Corporate Law*, 2009, p. 35.

11. Nos referimos al trabajo del Dr. Fernando VIVES (Presidente de la firma internacional de abogados J&A Garrigues, S.L.P.) "Los conflictos de intereses de los socios en la reforma de la regulación mercantil". Se trata de una conferencia dictada en la Academia Matritense del Notariado el 4 de diciembre de 2014.

12. V. Paccos "Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control", ECGI Working Paper No.131/2009 <http://ssrn.com/abstract=1448164>; Goshen, "*The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*" (2003) 91 Cal. L. Rev. p. 400. La Superintendencia de Sociedades colombiana ha reconocido que las operaciones viciadas por conflictos de interés no son necesariamente contrarias al interés social. En compañías cerradas, la proscripción absoluta de operaciones con accionistas o administradores podría, incluso, ser nociva para la gestión de los negocios de la sociedad. Un ejemplo de lo anterior puede encontrarse en el caso de SAC Estructuras Metálicas S.A. contra Daniel Correa, en el cual la Superintendencia de Sociedades examinó diversos contratos de mutuo celebrados entre la sociedad demandante y sus antiguos administradores. En vista de la frágil situación financiera de SAC Estructuras

Ahora bien, en las sociedades cotizadas el peligro que representan dichas operaciones vinculadas es que el socio, ejercitando su control o influencia significativa sea capaz de establecer términos ventajosos o muy ventajosos en su favor y, en consecuencia, en perjuicio del interés de la sociedad en general y, en particular, del resto de los accionistas.

Buscar el justo equilibrio entre la no prohibición *per se* y la evitación de las maniobras expropiatorias en perjuicio de la sociedad (y de sus socios minoritarios) requiere, además de un marco general societario apropiado, medidas de diversa clase. En primer lugar, deben destacarse las procedimentales. Deben articularse procedimientos de aprobación previa de la operación. Salvo que se trate de una *major transaction*, no parece oportuno atribuir la competencia para la aprobación a la junta cuando se trata de una cotizada. La lentitud y costes que genera la convocatoria y celebración de una junta de una cotizada lo desaconsejan vivamente. Lo más eficiente es atribuir esa competencia para aprobar la operación vinculada al consejo de administración previo informe favorable de una comisión auxiliar, sea de las ya constituidas sea *ad hoc*, en la que sean mayoría los consejeros independientes. En las deliberaciones y votaciones deberán abstenerse de intervenir todos los administradores (ejecutivos o no) que se encuentren vinculados con el accionista mayoritario contraparte de la sociedad en la operación¹³.

Por supuesto, elemento esencial del anterior procedimiento es la información. La información que es precisa para que el consejo (y previamente la comisión correspondiente) ha de ser clara y completa. Sin esa información no puede entenderse que el consentimiento de la Sociedad ha sido válidamente prestado. Por tanto, en manos del accionista mayoritario está, si quiere sacar la transacción adelante, que realicen un esfuerzo por no escatimar todos los datos y circunstancias relevantes de la transacción propuesta. Además, esa información será de vital importancia en un eventual y posterior escrutinio judicial de la operación.

Metálicas S.A., los referidos funcionarios decidieron obtener créditos bancarios a título personal, para luego prestarle tales recursos a la compañía. Según lo expresado por la Superintendencia en la Sentencia No. 801-035 del 9 de julio de 2013, "los administradores demandados obraron en concordancia con los mejores intereses de SAC Estructuras Metálicas S.A. [...] es factible que las operaciones viciadas por un conflicto de interés le reporten importantes beneficios a una sociedad, como en efecto parece haber ocurrido en el presente caso".

13. Ni siquiera requerirán aprobación por el consejo aquellas operaciones que *ex rerum natura* sean inidóneas para la puesta en práctica de estrategias expropiatorias. Ello sucederán cuando cumulativamente concurren tres circunstancias: que se realicen en virtud de contratos cuyas condiciones estén estandarizadas y se apliquen en masa a un elevado número de clientes; que se realicen a precios o tarifas establecidos con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio de que se trate; y que su cuantía no supere un porcentaje muy reducido de los ingresos anuales de la sociedad.

6. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD DE ADMINISTRADORES

Es humanamente comprensible que los accionistas (y hasta los acreedores de la sociedad) aspiren a que una decisión del órgano de administración que hagan perder dinero a la compañía (o no ganar tanto como se deseara) comporte automáticamente responsabilidad de los administradores. Seguramente habría que contar por millones las páginas que a lo largo de artículos y libros se han dedicado a la responsabilidad de los administradores; y de ellas —o mejor dicho, de las más brillantes— una cosa queda muy clara: el hecho de perder dinero (o no ganarlo en la cuantía esperada) no supone que automáticamente los administradores incurran en responsabilidad. Y no puede suponerlo por una razón fácilmente comprensible para los economistas (y hombres de empresa) y, cada vez más, para los juristas (y para el legislador).

Los administradores de una sociedad, como decíamos al abordar las relaciones de agencia, deben intentar maximizar el valor de la empresa que gestionan. Ese es el mandato que le han conferido los propietarios, los accionistas, y su deber es comportarse diligentemente en el cumplimiento de ese mandato. Pero en la inmensa mayoría de las ocasiones, los administradores se mueven en un entorno de incertidumbre económica: primero tienen que elegir entre no hacer una inversión (por hablar en términos amplios) o hacerla; en caso de que se haya decidido acometer una inversión, han de decidir cuál entre las posibles en ese momento (que a veces son unas pocas y otras muchísimas) es la más adecuada; se ha de optar entre seguridad (a costa de obtener una menor tasa de rendimiento de la inversión) o riesgo (con la esperanza de obtener una mayor tasa); tampoco es posible controlar todos los factores externos (sean de la contraparte, sean del entorno político-económico general) que puede influir en el fracaso o éxito de la operación; etc.

No nos engañemos: no existe ningún manual o libro de cabecera que nos garantice cómo hacer dinero (y, además, mucho dinero). En otras palabras, no hay una *lex artis* por virtud de la cual quede laminado el riesgo empresarial. Si generara responsabilidad el mero hecho de realizar una inversión sin obtención de (notables) frutos, los administradores se volverían extraordinariamente adversos al riesgo. No harían nada; y como seguramente también temieran que su inacción fuera generadora de responsabilidad, buscarían una inversión de rendimientos (prácticamente) asegurados como, por ejemplo, compra de bonos emitidos por la República Federal Alemana. Pero no hace falta detenerse ni siquiera un segundo en ese absurdo económico. Los inversores individuales (es decir, cada uno de los accionistas) se valen y se sobran para comprar personalmente dichos bonos. Si alguien decide convertirse en accionista de una sociedad es porque tiene la esperanza (pero solo debe tener la esperanza, nunca la certeza) de que el rendimiento de su inversión será superior a la que se derivaría del bono alemán. Los accionistas no se pueden permitir que los administradores

queden paralizados por el temor (y, a veces, terror) a ser demandados por negligencia¹⁴.

El Derecho no debe revisar *ex post* la toma de decisiones de naturaleza esencialmente económica y que, como tal, está inmersa en aquel entorno de incertidumbre. Y ello quiere decir que los jueces no deben poder estar autorizados a revisar la corrección o incorrección de ese tipo de decisiones al socaire de una acción de responsabilidad interpuesta contra los administradores. El ordenamiento jurídico no puede garantizar a los accionistas el rendimiento (o un cierto rendimiento) de sus inversiones. Lo único que debe hacer es exigir que el proceso de adopción de decisiones esté exento del riesgo de contaminación que se produciría si en la adopción de decisiones empresariales interviniera un administrador en conflicto, directo o indirecto, de interés con la propia sociedad. Se constata así, y una vez más, la centralidad del deber de lealtad. Recuérdese que la primera manifestación de dicho deber es evitar los conflictos de interés y, como subsiguiente obligación, abstenerse de participar en la toma de decisiones donde haya conflicto de interés.

Mucho ha ayudado a condesar esta forma de entender lo que el Derecho puede y no puede hacer (y, consiguientemente, los tribunales), la doctrina de la *business judgement rule*. Aunque su génesis está vinculada al *common law* (en particular, Estados Unidos), lo cierto es que también dicha doctrina está expandiéndose entre los países adscritos al *civil law*. En términos muy sencillos, dicha doctrina ofrece, dependiendo de la jurisdicción, bien un *safe harbor* o bien una presunción de no-negligencia cuando a pesar del fracaso (o relativo fracaso) de una inversión concurren ciertos requisitos, que tienen como base (nosotros creemos que incontrovertible) que un juez, sea dicho con los máximos respetos, carece de la preparación económica adecuada para poner en entredicho la racionalidad de una decisión netamente económica. El art. 226.1 de la Ley (española) de Sociedades de Capital (introducido por la Ley 31/2014) creemos que recoge adecuadamente cuáles han de ser esas exigencias: “*En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado*”. De este modo, el legislador español ha dado carta de naturaleza a un criterio largamente defendido por la mejor doctrina¹⁵;

14. Reyes Villamizar (*Derecho Societario*, 2013, p. 152) ha señalado con acierto: “*Mientras que la actividad empresarial está relacionada con la asunción de riesgos, las circunstancias de la vida familiar, a las que está expuesto el padre de familia, están más bien ligadas a la prevención del riesgo*”.

15. El pionero fue LLEBOT, *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, 1996, pp. 73-85. Pero pronto la propuesta fue bien aceptada autores muy influyentes: ESTEBAN (“¿ Una nueva manera

aunque, de hecho, ya venía siendo empleado por algunos tribunales de justicia¹⁶.

Igualmente en otros países iberoamericanos, aun a falta de precepto legal que consagre la *business judgement rule*, tribunales y reguladores han acogido dicha doctrina. Este es el caso, por ejemplo, de Brasil, según acredita una resolución de su Comisión Nacional de Valores en un procedimiento sancionador en el año 2005¹⁷. Por su parte, en Colombia, la Superintendencia de Sociedades en los últimos años ha atemperado el deber de diligencia consagrado legalmente, confiriendo a los administradores la autonomía que requieren para gestionar los negocios sociales. Y así se ha dicho: “no le corresponde a esta entidad, en ejercicio de facultades jurisdiccionales, escudriñar las decisiones de negocios que adopten los empresarios, salvo en aquellos casos en los que se acrediten actuaciones ilegales, abusivas o viciadas por un conflicto de interés”¹⁸.

Esta resolución de la Superintendencia colombiana de Sociedades ilustra bien lo esencial que resulta —como antes decíamos— que el proceso de toma de decisiones haya sido “limpio”, esto es, carente de la contaminación que provocaría la intervención en la adopción de decisiones de algún administrador que estuviera en conflicto de interés.

Además, aquella resolución del regulador colombiano nos da pie para alertar de una distinción que entendemos fundamental para comprender bien el estatuto jurídico de los administradores. Si en el ámbito del deber de diligencia (es decir, del deber de maximizar el valor de la empresa) es preciso atemperarlo a la luz de la doctrina de la *business judgement rule*, por contra, en el ámbito del deber de lealtad (que se traduce

de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas?”, en ESTEBAN, coord., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, 1995, pp. 43 y 44); PAZ-ARES (“La responsabilidad de los administradores como instrumento de Gobierno Corporativo”, *Indret* 4/2003, p. 31); VICENT, *Introducción al Derecho Mercantil*, 23ª ed., I, 2012, pp. 787-788. Para una exposición de las piezas maestras del sistema norteamericano de la *business judgment rule*, en español puede consultarse G. GUERRA, *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses. Su Influencia en el Movimiento de Reforma del Derecho Europeo*, 2003, pp. 435-443.

16. Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra de 24 enero de 2008 (JUR 2008/106210); Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Las Palmas de Gran Canaria en su Sentencia de 18 de julio de 2011 (AC 2011/1550). En la misma línea, aunque se emplear el término “*business judgement rule*”: Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 13 septiembre de 2007 (JUR 2007/330370).

17. “La Comisión de Investigación entendió ser posible sustituirse en la decisión empresarial tomada por los administradores de MRS, formulando acusaciones basadas en su juzgamiento de que el modelo tarifario debería tener adoptado la tarifa máxima y no la tarifa practicada. No obstante, como se sabe, la doctrina del *Business Judgment Rule*, ya plenamente adoptada por este Colegiado, rechaza dicha substitución, imponiendo el respecto al mérito de la decisión empresarial siempre que no haya demostración de infracción a los deberes legales por parte de los administradores”.

18. Sentencia No. 801-0072 del 11 de diciembre de 2013.

en el deber de dar prioridad a los intereses de la sociedad sobre los propios o los de determinados accionistas, y evitar los conflictos de interés), deben extremarse las cautelas, someterse a cuarentena las decisiones adoptadas por quienes se hallan en conflicto de interés y, por supuesto, sancionar con rigor cualquier conducta expropiatoria de los legítimos intereses de los accionistas, sobre todo, minoritarios.

Aunque ya prácticamente hemos agotado la extensión impuesta a este capítulo, no queremos terminar sin hacer una última reflexión a propósito del deber de lealtad. La experiencia enseña que salvo en los sistemas donde impera el *case-law* (en el que los tribunales se convierten en formidables generadores de Derecho), en el resto de los ordenamientos jurídicos los operadores jurídicos y económicos tienen una concepción estrecha y pobre de las manifestaciones del deber de lealtad. Por este motivo, a nuestro juicio, constituye labor ineludible de los legisladores la aprobación de normas claras y, al mismo tiempo flexibles, que orienten la actuación de los operadores; y que permitan, a la postre, que los tribunales —amparados por las normas y por la doctrina— castiguen la conductas contrarias al deber de lealtad (incluidas las maniobras expropiatorias). Y desde este ángulo, creemos que España está en la buena dirección gracias a la citada Ley 31/2014.

■ 7. CONCLUSIONES

Gracias a las enseñanzas que proporciona la teoría de las relaciones de agencia es posible comprender y encarar de manera fructífera las circunstancias que envuelven el funcionamiento y estructura del órgano de administración de las sociedades.

La teoría de la agencia nos advierte de que siempre existe el potencial riesgo de que el agente (que en nuestro caso son los administradores) priorice sus intereses sobre los de su principal (que, de nuevo en nuestro caso, son los accionistas). Pero en sede de sociedades cotizadas, el problema medular no es tanto que los administradores prioricen sus propios intereses sobre los de la sociedad o conjunto de accionistas, sino que los accionistas mayoritarios o de control, por medio de los administradores, lleven a cabo operaciones en su propio beneficio y en perjuicio de los accionistas minoritarios. Es lo que en términos muy gráficos se conoce como maniobras o conductas expropiatorias.

La probabilidad de conductas expropiatorias se incrementa de manera muy notable cuanto mayor sea la concentración de capital. Y, precisamente, según los datos disponibles, las sociedades cotizadas iberoamericanas presentan un elevado nivel de concentración de capital.

Para eliminar o, en su defecto, reducir lo máximo posible el riesgo de expropiación, los consejos de administración deben contar con un número relevante de consejeros independientes. Pero para que éstos puedan cumplir bien su misión es imprescindible, por un lado, que satisfagan estrictos requisitos que garanticen su independencia; y, por el otro, que tengan un papel activo en la toma de decisiones o en la preparación de toma de decisiones por parte del consejo.

Además de la anterior medida de carácter general, para cortocircuitar a tiempo las maniobras expropiatorias es esencial que se establezca un procedimiento adecuado y garantista que asegure que cuando se realiza una operación vinculada entre la sociedad y el socio de control no salen perjudicados los accionistas minoritarios.

El régimen de responsabilidad de los administradores debe analizarse a la luz de una distinción fundamental: deber de diligencia y deber de lealtad. Por lo que atañe al primero de aquellos (que se materializa en el deber de intentar maximizar el valor de la empresa gestionada), el Derecho no puede ni debe suplantar ni revisar las decisiones empresariales de naturaleza esencialmente económica. Procede en este caso aplicar la doctrina de la *business judgement rule*. En cambio, cuando de lo que se trata es del deber de lealtad (que se sintetiza en el deber de dar preferencia absoluta a los intereses de la sociedad sobre los propios o los de personas relacionadas), el ordenamiento jurídico ha de sancionar con rigor el incumplimiento de esa obligación; y ese incumplimiento desde luego se produce cuando los administradores son conscientes y permiten que a través de determinada decisión por ellos adoptada, el accionista mayoritario expropie a los accionistas minoritarios.

CAPÍTULO 11

El Mercado de Control Societario en Iberoamérica

Fernando Vives
Abogado. Garrigues

Camilo Gantiva
Abogado. Garrigues

1. INTRODUCCIÓN
2. EL CONTROL SOCIETARIO
 - 2.1. El concepto de control societario
 - 2.2. El control desde el punto de vista del adquirente. La prima de control
 - 2.3. El control desde el punto de vista del gestor
 - 2.4. El control desde el punto de vista del accionista minoritario
 - 2.5. Recapitulación: los intereses en juego en un cambio de control
3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN IBEROAMÉRICA
 - 3.1. La existencia de regulación sobre la materia
 - 3.2. Eventos que obligan a formular una opa
 - 3.3. Régimen de opa *a priori* y opa *a posteriori*
 - 3.4. El precio de la oferta
 - 3.5. Irrevocabilidad de la oferta
 - 3.6. Garantía de la oferta
 - 3.7. Suministro de información a los inversionistas
 - 3.8. Vigencia de la oferta
 - 3.9. Papel de los administradores de la sociedad
 - 3.10. Ofertas competidoras
 - 3.11. Ventas y compras forzadas (*squeeze-out* y *sell-out*)
4. ESTÁNDARES Y RECOMENDACIONES
 - 4.1. Existencia de Regulación en materia de opas
 - 4.2. Regímenes de opas *a priori* y *a posteriori*
 - 4.3. Actuación de los administradores
 - 4.4. Ofertas competidoras
 - 4.5. Compras y ventas forzadas

■ 1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo pretendemos realizar algunas reflexiones jurídicas en relación con el mercado de control societario en Iberoamérica, así como una comparación general entre las diferentes regulaciones iberoamericanas sobre las tomas de control de sociedades cotizadas, con el fin de analizar lagunas regulatorias, tendencias y aspectos comunes en relación con la forma de solucionar los problemas que típicamente surgen con ocasión del cambio de control de una sociedad cotizada.

- **Las diferencias en los mercados bursátiles en Iberoamérica**

Con el fin de poner en contexto este análisis de derecho comparado, es necesario identificar los mercados que estamos analizando. Al realizar esta labor resulta evidente la diferencia entre los diferentes mercados bursátiles estudiados. Los mercados bursátiles iberoamericanos presentan importantes diferencias, tanto por el número de sociedades emisoras cotizadas, como por la capitalización de cada mercado¹.

Esa diferencia en el desarrollo de cada mercado bursátil, así como la existencia de normas supranacionales², son algunas de las razones que permiten entender la diferencia entre las distintas regulaciones analizadas.

El número de sociedades cotizadas en los países iberoamericanos es bajo por regla general. De acuerdo con los datos publicados por la Federación Iberoamericana de Bolsas, en algunas jurisdicciones existen menos de 10 sociedades cuyas acciones se negocien en bolsa³.

De igual forma, la capitalización bursátil tampoco resulta uniforme como puede verse a continuación.

1. Consultar el Capítulo 1 del Estudio

2. España y Portugal siguen estándares similares, en la medida en que han consagrado en su legislación interna las disposiciones de la Directiva Europea 2004/25/CE en materia de tomas de control.

3. Federación Iberoamericana de Bolsas. "Anuario Estadístico *Fact Book*". 2014. p. 12. Disponible en: http://www.fiabnet.org/es/categoria.asp?id_categoria=50 Fecha de Corte: Cierre año 2013.

País	Número de Emisores	Capitalización Bursátil (en millones de USD \$)
Paraguay	40	1.268,61
Costa Rica	9	2.640,31
Bolivia	39	4.759,39
Ecuador	45	6.538,00
El Salvador	39	10.902,00
Panamá	28	13.436,00
Venezuela	40	71.283,31
Perú	240	120.580,04
Portugal	60	182.714,62
Colombia	78	215.086,00
Chile	306	283.280,04
Argentina	103	514.882,63
México	143	893.892,51
Brasil	367	1.023.277,46
España	150 ⁴	1.116.561,03

Lo anterior evidencia que los mercados bursátiles iberoamericanos tienen importantes diferencias en profundidad y número de participantes, lo cual permite anticipar que no en todas las jurisdicciones se han presentado las mismas necesidades de regular diversos aspectos de las tomas de control de sociedades cotizadas.

- **La concentración accionaria como elemento común**

A pesar de las significativas diferencias entre los diferentes mercados bursátiles iberoamericanos, una característica común es la alta concentración de la propiedad en el capital social en las sociedades cotizadas. En este sentido, encontramos por ejemplo

4. Muchos de los emisores de renta variable en España son vehículos fiscales y no sociedades que realmente tengan un Gobierno Corporativo efectivo. Por esta razón, para este caso se toman los datos publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores "Informe anual sobre mercados de valores y su actuación 2013". Estos datos solo incluyen mercado continuo y mercado alternativo bursátil (MAB).

que Colombia⁵ tiene una desconcentración promedio del 16,31%, Portugal del 28%, España⁶ del 35,8% y México del 41,78%. La existencia de una baja desconcentración de la propiedad, dificultan las tomas hostiles de control.

Esta concentración del capital contrasta con la situación que se presenta en países anglosajones en los cuales la base del capital flotante es amplia y por lo tanto la naturaleza de los conflictos societarios es también mayor. En los mercados donde existen compañías con capital disperso, lo habitual es que el legislador regule las relaciones y problemas de agencia existentes entre los administradores y los accionistas, mientras que en los mercados con capital mayoritariamente concentrado, el legislador tiende a regular y prevenir conflictos y problemas de agencia entre accionistas significativos y accionistas minoritarios.

■ 2. EL CONTROL SOCIETARIO

En este epígrafe hacemos una breve mención al concepto de control societario y, en particular, de aquellas cuestiones que surgen en relación con cada uno de los principales actores: el inversor que pretende alcanzar el control, el gestor de la sociedad cuyo control se pretende, y sus accionistas minoritarios.

2.1. El concepto de control societario

Procede en primer lugar tratar de apuntar algunas ideas relevantes relacionadas con el control societario.

Tanto desde el punto de vista económico como jurídico, el concepto de control es un concepto indeterminado y complejo. ¿Cuándo se controla una sociedad? Es obvio que existe control cuando se ostenta la titularidad de más de la mitad de las acciones de una sociedad, pero en cuanto nos alejamos de lo obvio, el terreno se vuelve inseguro, y el control dependerá de muchas variables: cómo está configurado el resto del accionariado o su órgano de administración, la existencia de mayorías reforzadas, etc. El hecho de que en los mercados iberoamericanos haya una alta concentración del capital social y que por ende el porcentaje del capital flotante sea bajo, sugiere la idea de que, en términos generales, alcanzar el control requiere la adquisición de porcentajes altos de participación.

5. Estudio adelantado por Garrigues sobre Gobierno Corporativo en las Sociedades Cotizadas en 2014 con datos de Colombia, Portugal y México.

6. Informe anual de Gobierno Corporativo publicado por La Comisión Nacional del Mercado de Valores de España en diciembre de 2010 (relativo al ejercicio 2009).

Por otro lado, los mecanismos que se pueden utilizar o que conducen a la adquisición del control son múltiples: a través de la propiedad de las acciones y del control de los derechos de voto asociados a las mismas, mediante acuerdos parasociales con otros accionistas que permitan el nombramiento de consejeros, etc.

Existe una tercera cuestión, menos obvia, relacionada con el concepto de control, dejando a un lado las cuestiones relativas a qué es y cómo se adquiere el control, será necesario indagar qué tipo de efectos produce.

No existe una única respuesta a cuáles son los efectos del cambio de control societario. Tiene unas consecuencias distintas dependiendo de qué perspectiva se adopte: la del inversor que quiere adquirir el control, la del gestor de la sociedad cuyo control es objeto de adquisición, o la de sus accionistas minoritarios.

2.2. El control desde el punto de vista del adquirente. La prima de control

Para explicar los efectos del control desde el punto de vista del adquirente, puede ser útil reflexionar primero sobre el concepto de la "prima de control", cuyo origen no es jurídico sino económico.

Una acción representa una parte alícuota del capital social de una sociedad. Por consiguiente, en principio, el valor de la acción será proporcional a la parte alícuota del capital que representa. Ahora bien, la práctica económica demuestra que los operadores en el mercado están dispuestos a pagar un precio superior por acción si la adquisición de un determinado paquete de acciones les confiere el control de la sociedad. Ese sobreprecio es la "prima de control".

En palabras del profesor Paz-Ares, la prima de control se paga "o bien porque el adquirente confía en producir más valor del que estaba produciendo el *Management* anterior (...) o bien porque confía en apropiarse de más valor del que corresponde a su participación"⁷.

La racionalidad de la prima de control en el primer supuesto parece claro: la adquisición del control permite al adquirente acceder a la gestión de la sociedad. El adquirente confía que con ello será capaz de maximizar el valor de la compañía, y por ende, el valor de la acción, de todas las acciones. Por ello, el adquirente está dispuesto a pagar un precio superior. A efectos expositivos, a esta prima de control, la llamaremos la "prima buena".

7. PAZ ARES, I. "La reforma de opas y el espejismo de la prima de control" publicado en dos artículos separados en *Expansión* los días 16 y 18 de octubre de 2002.

El control societario, en el caso de la "prima buena" confiere al accionista que toma el control el derecho a influir en la gestión de la sociedad y, con ello, maximizar el valor de la sociedad y de la acción. Los accionistas minoritarios salen beneficiados de la toma de control y, en principio, no parece vislumbrarse la necesidad de otorgarles un derecho de salida, o lo que es lo mismo, la necesidad de obligar al accionista que toma el control a ofrecer la adquisición de las acciones a los minoritarios.

La racionalidad de la prima de control en el segundo supuesto, que denominaremos la "prima mala", es diametralmente opuesta y requiere una reflexión más sosegada.

Volvamos al principio: en el segundo supuesto, un operador en el mercado está dispuesto a satisfacer un precio superior por un paquete de acciones que el precio de mercado de cada una de ellas. La razón por la que se paga la "prima mala" es que la adquisición de dicho paquete confiere a su titular el derecho a influir en la gestión de la sociedad, aprovechándose del control sobre dicha gestión para perjudicar el valor de la propia sociedad, el de la acción y, por ende, a los accionistas minoritarios, explotando lo que la doctrina norteamericana ha llamado los beneficios privados del control (*private benefits of control*). De forma bastante ilustrativa y coloquial la jurisprudencia de la Corte Suprema del Estado de Delaware ha caracterizado al accionista controlante como un gorila de 800 libras con intenciones expropiatorias que puede incluso dominar a los administradores independientes⁸.

La razón última de la "prima mala" suele ser la revalorización de la acción de la entidad adquirente.

Podrá enseguida adivinarse que el segundo supuesto plantea un evidente conflicto de interés, clásico en la doctrina que estudia el fenómeno de los grupos de sociedades, y que se trata de solucionar, entre otros, con el régimen de responsabilidad de los administradores y con la regulación aplicable a las operaciones vinculadas en sociedades mercantiles.

Con poca más reflexión, se llegará a la siguiente conclusión: en el supuesto de la "prima buena", no tiene sentido económico hablar del reparto de la prima de control (lo que paga "de más" el adquirente). El accionista que vende, recibe como contraprestación la prima de control en forma de precio de la compraventa de las acciones. El accionista que no vende se ve igualmente recompensado por la revalorización de sus acciones.

8. "the controlling shareholder as 800-pound gorilla whose urgent hunger for the rest of the bananas is likely to frighten less powerful primates like putatively independent directors who might well have been hand-picked by the gorilla (and who at the very least owed their seats on the board to his support)" In re Pure Resources Inc., Shareholder Litigation, 808 A.2d 421, 436

Por el contrario, en el supuesto de la "prima mala", en teoría, sólo en teoría, el problema no debería residir en cómo se distribuye la prima de control que el adquirente está dispuesto a pagar, sino en su origen y en los instrumentos previstos por la Ley para prevenir los conflictos que puede acarrear un cambio de control. Si los mecanismos previstos en la Ley para solventar estas situaciones operaran de forma óptima, los accionistas minoritarios verían salvaguardados sus intereses y la razón de ser de la prima de control desaparecería.

En la práctica, las cosas no son tan sencillas: lo habitual, en las operaciones de toma de control, será que se mezclen ambas finalidades, en mayor o medida, y que incluso en el segundo supuesto, la "prima mala" no sea del todo perjudicial para la sociedad cuyo control se adquiere, debido a la posible creación de sinergias en la sociedad adquirente como resultado de la toma de control⁹.

Es decir, es posible que con la toma de control el cambio en la gestión beneficie a la sociedad que toma el control sin afectar sustancialmente el valor de la sociedad cuyo control se adquiere.

En cualquier caso, los legisladores, a la vista de cómo se solucionan (o, mejor dicho, como no se solucionan), en la realidad económica, estos problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, exacerbados en un mercado bursátil concentrado, como ya hemos señalado, han creído equitativo brindar la oportunidad de salida a los accionistas minoritarios en un supuesto de cambio de control, a través del procedimiento de oferta pública de adquisición ("opa"), que luego analizaremos, y que pretende hacer partícipes a todos los accionistas de la prima de control satisfecha.

2.3. El control desde el punto de vista del gestor

Los efectos del cambio de control desde el punto de vista del gestor, del órgano de administración, son fundamentalmente dos: En primer lugar, el cambio de control puede representar una amenaza para el gestor en la forma en la que se ha venido gestionando la sociedad o inclusive respecto de su vínculo mismo con la sociedad. El accionista que controla una sociedad es el que determina, en última instancia, quién la gestiona. Es más, como ya hemos indicado, en términos generales, la racionalidad

9. Incluso, un importante sector de la doctrina estadounidense ha manifestado que la existencia de un accionista de control y sus labores de supervisión puede incluso mitigar los problemas de agencia existentes entre los administradores y los accionistas. Sobre este último supuesto, Gilson ha manifestado que *"non-controlling shareholders will prefer the presence of a controlling shareholder so long as the benefits from reduction in managerial agency costs are greater than the costs of private benefits of control"*. Gilson, Ronald J. and Gordon, Jeffrey N., Controlling Controlling Shareholders (June 2003). Columbia Law and Economics Working Paper No. 228; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 262. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=417181> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.417181>

económica de una toma de control reside en la creencia del adquirente de que va a maximizar el valor de la compañía cuyo control se adquiere mediante la influencia en su gestión. Dicha influencia, en la práctica, suele discurrir a través de un cambio en el órgano de administración. Según ha apuntado la doctrina más autorizada en la materia, habitualmente, el equipo gestor (incluyendo al órgano de administración, dentro de él los consejeros ejecutivos, y los altos directivos) será contrario a un cambio de control en la medida en la que el adquirente pretenda introducir modificaciones en la forma de gestionar la compañía¹⁰.

Un segundo efecto respecto del gestor tiene que ver con el cumplimiento de las obligaciones propias de su labor. El órgano de administración de la Sociedad, en el desempeño de sus deberes de lealtad para con los accionistas, debe velar por la maximización del valor de la sociedad y colaborar u oponerse a la operación, en función de si estima que ésta será beneficiosa o perjudicial para los accionistas.

Obsérvese como el conflicto de interés entre el primer efecto y el segundo es evidente. Esta es otra de las cuestiones fundamentales por la que diversas legislaciones tratan de regular en el procedimiento de oferta pública de adquisición.

Respecto del procedimiento para llevar a cabo para formular una oferta pública de adquisición, existen fundamentalmente dos soluciones regulatorias. Por una parte encontramos que algunas jurisdicciones han optado por un régimen de oferta pública de adquisición *a priori*, cuando la respectiva oferta pública debe formularse de forma previa a la adquisición del control de la sociedad, mientras que otras jurisdicciones han establecido una oferta *a posteriori*, donde la obligatoriedad de formular la oferta surge una vez el adquirente ya ha alcanzado el control de la sociedad. Del estudio adelantado respecto de 219 legislaciones en Iberoamérica, encontramos que en 14 se ha establecido un régimen obligatorio de opas, de las cuales 8 han optado por el régimen *a priori*¹¹, mientras que 6 cuentan con un régimen *a posteriori*¹².

En el régimen *a posteriori*, aunque los administradores consiguiesen impedir que ningún accionista vendiera sus acciones al adquirente en una oferta pública de adquisición, la toma de control ya se habría producido. Por consiguiente, la única forma en que los administradores podrán evitar los efectos de la toma de control, en la medida en que la consideren nociva para el interés social, será conseguir una oferta competidora que mejore las condiciones de la primera y que sea aceptada por el primer oferente.

10. Este incentivo a la permanencia y al mantenimiento del statu quo constituye el tan temido “*entrenchment*” que ha justificado en numerosas ocasiones en la jurisprudencia norteamericana medidas defensivas, como las que analizaremos más adelante.

11. Estos países son Argentina; Colombia; Costa Rica; Guatemala; México; Nicaragua; Panamá y Venezuela.

12. Estos países son Brasil; Chile; España; Perú; Portugal y Uruguay.

2.4. El control desde el punto de vista del accionista minoritario

Por último, respecto de los restantes accionistas no involucrados en el cambio de control, dicho cambio no debería afectar directamente sus intereses, por lo menos no de una forma unívoca: el accionista que considere que el cambio de control lleva aparejado un cambio en la gestión positiva para la sociedad y para el valor de la acción, estará interesado en permanecer.

Por el contrario, el accionista que considere que el cambio de control lleva aparejado un cambio en la gestión negativo para la sociedad y para el valor de la acción, estará interesado en vender.

Hasta aquí, asumiendo que el accionista minoritario se encuentra en un mercado líquido, en abstracto, nada indica que sea necesario otorgar a los accionistas un procedimiento especial de protección en un supuesto de toma de control o de cambio de control por un tercero: con los mecanismos de liquidez implícitos en una sociedad cotizada, el accionista que crea que el valor de la acción se verá reducido por un cambio de control, puede adoptar la decisión de vender sus acciones y liquidar su inversión (al igual que puede hacerlo, por ejemplo, si un día cree que la adopción de una política comercial determinada por el equipo gestor no es la adecuada).

Como ya hemos indicado, en la práctica, lo cierto es que el legislador ha creído conveniente introducir el mecanismo de las ofertas públicas de adquisición en protección de los accionistas minoritarios, ofreciéndoles la posibilidad de salir de la sociedad si se produce un cambio en el accionariado de control que hasta entonces venía liderando la sociedad, permitiéndoles liquidar total o parcialmente su inversión en las mismas condiciones que todos los demás accionistas minoritarios y en algunos casos, en condiciones similares a la de los accionistas que transfieren el control de la sociedad.

2.5. Recapitulación: los intereses en juego en un cambio de control

En resumen, tal y como hemos visto, con un cambio de control en una sociedad, existen los siguientes intereses que puedan entrar en conflicto:

- En términos generales el adquirente espera, al lograr el control de la sociedad y el acceso a su gestión, maximizar su beneficio. Por ello está dispuesto a pagar una prima de control por la adquisición del paquete de control.
- Los gestores que naturalmente pretenden evitar un cambio en el control de la sociedad que pueda alterar la gestión que están desarrollando, deben ser leales

a sus accionistas y colaborar u oponerse a la operación, en función de si estiman que ésta será beneficiosa o perjudicial para los accionistas.

- Los accionistas minoritarios deben ser protegidos para que, en un supuesto de toma o cambio de control, tengan la posibilidad de vender participando proporcionalmente en la prima de control que satisface el adquirente, particularmente si se encuentran en mercados con poca liquidez.

Como veremos en el apartado siguiente, con el fin de que el proceso de toma o cambio de control de una sociedad se produzca de una forma ordenada, evitando que los intereses de alguna de las distintas partes involucradas se vean perjudicados, el legislador ha previsto un procedimiento específico: las ofertas públicas de adquisición.

3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN IBEROAMÉRICA

Una oferta pública de adquisición es un procedimiento reglamentado de oferta dirigido a la generalidad de los tenedores de un determinado valor, para la adquisición de todos o una parte de éstos, respetando el principio de la paridad de trato entre todos los destinatarios de la oferta.

La regla general en los países de Iberoamérica es que se prevea un mecanismo de ofertas públicas de adquisición¹³, aunque en algunos países, como Bolivia o El Salvador, no se ha adoptado un régimen que garantice esta posibilidad de venta por parte de los inversionistas minoritarios.

En Iberoamérica, a diferencia de lo que ocurre en Europa, no existen directrices o normas supranacionales que establezcan la necesidad de contar con regímenes de ofertas públicas de adquisición. A nivel europeo, la Directiva 2004/25/CE regula los aspectos esenciales de la oferta pública de adquisición y la configura como un mecanismo de protección a favor de los accionistas minoritarios, fijando estándares mínimos para la regulación de tomas de control de los países miembros de la Unión Europea.

13. Por ejemplo, en Ecuador del anterior régimen de aviso de toma de control, la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (LOFOSSB) muda a una regulación más moderna y de mayor protección a los derechos de los accionistas minoritarios, bajo un régimen de oferta pública de adquisición. *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, nº 42, Julio 2014. "Principales cambios en la Legislación Ecuatoriana de Mercado de Valores. Un análisis en tres ejes". Rafael Enrique Balda Santistevan, Intendente Nacional de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador

3.1. La existencia de regulación sobre la materia

Podemos afirmar que el estándar en Iberoamérica es que se requiere llevar a cabo una oferta pública de adquisición cuando se adquiere el control de una sociedad cotizada, para tratar de proteger a los accionistas minoritarios ante un cambio de control o la adquisición de una participación significativa en una sociedad cotizada. No obstante lo anterior, tal y como lo hemos mencionado, existen países en Iberoamérica donde esta exigencia no se ha establecido¹⁴.

A pesar de que las acciones de una sociedad cotizada tienen una vocación negociable, en mercados con baja liquidez la protección otorgada mediante una oferta pública de adquisición es particularmente relevante. En estos mercados, un accionista minoritario que no desea continuar en la sociedad puede verse obligado a tener que liquidar su inversión a un precio muy bajo, en comparación con el que pueden recibir otros accionistas que hayan participado en la venta del control, o inclusive, en relación con otros accionistas minoritarios que sin participar en la venta de control, puedan encontrar una mejor oportunidad de venta en ese mercado ilíquido. Por lo tanto, al establecer un régimen de oferta pública de adquisición se crean oportunidades de venta en condiciones igualitarias para todos los accionistas minoritarios.

3.2. Eventos que obligan a formular una opa

En la mayoría de países de Iberoamérica se exige formular la oferta no sólo para adquirir un porcentaje de acciones superior al 50% del capital social con derecho a voto de una sociedad cotizada, sino también cuando se adquieren porcentajes significativos inferiores a dicha mayoría.

Estos porcentajes significativos oscilan entre el 15% y el 35% del capital social, dependiendo de cada una de las respectivas jurisdicciones¹⁵. La tendencia latinoamericana fija el 25% como participación significativa a partir de la cual surge la obligación de llevar a cabo una oferta pública de adquisición, a diferencia de la tendencia europea, que sigue España, en la que dicho porcentaje es del 30% de los derechos de voto en la sociedad.

No obstante, vale la pena mencionar que la adquisición de estos porcentajes vienen acompañados, en muchos casos, de excepciones particulares que deben tenerse en cuenta al aplicar la regla general. Así, en algunos eventos es posible adquirir un

14. Ejemplos de lo anterior son Bolivia y El Salvador.

15. A manera de ejemplo, estos porcentajes son del 15% en Argentina; 25% en Colombia; 25% en Costa Rica; 30% en España; 35% en México; 25% en Nicaragua; 25% en Panamá; 25% en Perú y 1/3 de las acciones en Portugal.

porcentaje significativo de acciones sin necesidad de formular una opa, por ejemplo, cuando se adquieran los valores como consecuencia de una sucesión, o cuando la transferencia de las acciones se produzca como consecuencia de la liquidación de una sociedad, o cuando las acciones no se adquieran en el mercado, sino en una ampliación de capital de la sociedad.

Existen casos particulares en los que se considera adquirido el control de una sociedad, y por lo tanto surge igualmente la obligación de formular una oferta pública de adquisición por parte del controlante, con independencia del número de acciones en poder del respectivo adquirente. En el caso español, la normativa aplicable establece que se adquiere control cuando el adquirente pueda nombrar un número de consejeros que represente más de la mitad del total de los consejeros.

Adicionalmente, en algunos países de Iberoamérica existen situaciones particulares, distintas a la toma de control, que dan lugar a la obligación de formular una oferta pública de adquisición. Un ejemplo de lo anterior es Costa Rica, donde se establece la obligatoriedad de realizar una oferta pública de adquisición en el evento en que un accionista controlante, que posea más del 50% de las acciones autorizadas para oferta pública, pretenda por primera vez, desde que hubiera alcanzado dicho porcentaje, modificar cláusulas estatutarias¹⁶ destinadas a proteger a los minoritarios¹⁷.

Así mismo, en varios países¹⁸ se establece la obligatoriedad de realizar una oferta pública de adquisición cuando la sociedad pretenda excluir sus acciones de la negociación en bolsa. En este caso, la oferta pública de adquisición busca dar la oportunidad a los accionistas minoritarios de liquidar su inversión, toda vez que las acciones perderán la negociabilidad propia de las acciones de sociedades cotizadas.

3.3. Régimen de opa *a priori* y opa *a posteriori*

Al analizar las principales diferencias existentes entre los diferentes regímenes de ofertas públicas de adquisición en Iberoamérica, encontramos que una de ellas es la que tiene que ver con el momento en el cual se debe formular la oferta pública de adquisición; esto es, si la oferta debe formularse antes o después de adquirir el control o porcentaje significativo de participación en el capital de la sociedad.

16. La normativa costarricense define, de forma no taxativa, como cláusula destinada a proteger a los minoritarios, las que les otorgue representación en la junta directiva, las que establezcan órganos de fiscalización internos, y las que establezcan mayorías calificadas para tomas de decisiones.

17. Reglamento de la Oferta Pública de Valores. Artículo 100.

18. Son ejemplos de esto, entre otros, España (Real Decreto 1066 de 2007 Artículo 10); Brasil (Ley 6404 de 1976 artículo 4º, § 4º e Instrucción 361 de 2002 Artículo 2 Numeral I), Perú (Reglamento de Oferta Pública de Adquisición aprobado mediante Resolución CONASEV N° 009-2006-Ef/94.10 Artículo 32) y Colombia (Decreto 2555 de 2010 Artículo 5.2.6.1.2)

La tendencia de los países de Iberoamérica es la de establecer regímenes de opa *a priori*. Sin embargo, España y Portugal siguen la Directiva Europea 2004/25 relativa a las ofertas públicas de adquisición que establece un régimen *a posteriori*, aunque antes de esa reforma europea, España seguía el régimen de OPA *a priori*.

Como ya mencionamos previamente, un efecto práctico diferenciador entre una y otra tiene que ver con la conducta que pueden adoptar los administradores de la sociedad sobre la cual se formula la oferta. En el caso de las opas *a posteriori* el control de la sociedad ya se habrá transferido al formular la oferta, por lo tanto, la oferta se realiza con el objetivo de permitir que los accionistas minoritarios remanentes puedan vender en igualdad de condiciones. En este caso los administradores no pueden oponerse al cambio de control y en caso de oponerse a la oferta, su actuación se centra principalmente en buscar una oferta competidora. Por el contrario, en las opas *a priori* los administradores podrían verse tentados a interferir de alguna manera con el cambio de control. De esta forma, la modalidad de opa *a posteriori* puede resultar en un cambio de control más eficiente¹⁹.

Por otra parte, puede ocurrir que los costos transaccionales en los regímenes con sistemas de opa *a priori* resulten más bajos que en los del otro sistema, dependiendo del número de valores por los cuales se deba formular la oferta. Esto se explica porque en los eventos en los que se sigue un régimen de oferta pública de adquisición *a posteriori*, quien adquiere el control o porcentaje significativo de acciones usualmente debe formular una oferta por la totalidad de los valores remanentes, pese a que no sea realmente su intención adquirir el 100% de la participación sino únicamente el porcentaje que le permite controlar la sociedad.

En este punto vale la pena mencionar el caso Peruano. De acuerdo con esta regulación es posible realizar la adquisición de la participación significativa de forma privada, con la obligación de formular una opa *a posteriori*, pero sin que exista la obligación de realizar la oferta por la totalidad de los valores remanentes. En este caso se aplica una solución única en la región, que consiste en establecer una fórmula para determinar el porcentaje sobre el cual debe lanzarse la oferta en cuestión²⁰. Dicha fórmula pretende aligerar la carga del adquirente comprador, ya que no tendrá que formular una oferta por la totalidad del remanente, sino que dicho porcentaje dependerá del porcentaje de valores adquiridos durante los últimos tres años, del porcentaje de participación de terceros antes de la adquisición que da lugar a la opa y del porcentaje de participación luego de la adquisición que da lugar a la opa.

19. MANZUETO ABANTO BOSSIO, R., KANASHIRO SHINZATO, L., "Las Ofertas Públicas de Adquisición a la luz de la experiencia peruana: Balance sobre la aplicación del reglamento de oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión", *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, 2008, núm. 24, p. 51.

20. *Ibidem*.

Por el contrario, en el régimen *a priori*, quien pretende adquirir un porcentaje significativo o el control de la sociedad, por regla general solamente deberá formular la oferta por el número de acciones que desea adquirir y que alcanza o supera el porcentaje significativo establecido en la norma. De esta forma, el adquirente que tiene como objetivo adquirir control no debe contar con recursos para adquirir potencialmente la totalidad de los valores en circulación.

Bajo el régimen de las opas *a priori*, cuando las aceptaciones superan el número de valores demandados en la oferta, el oferente adquirirá los valores a prorrata, con el fin de permitir una participación proporcional de todos los interesados en vender. Lo anterior, sin perjuicio de que según lo establecido en diversas legislaciones, el oferente pueda ampliar el número de valores inicialmente demandados, con el objetivo de atender todas las aceptaciones recibidas. No obstante, si se pretende adquirir un paquete de acciones en particular, la regla de la prorrata obliga a formular la OPA por el 100% de las acciones, para que ese paquete de acciones no se vea diluido.

Al estudiar las diferentes legislaciones de Iberoamérica encontramos que los países han previsto esquemas no exclusivos, en donde conviven eventos en los que se permiten opas *a priori* y opas *a posteriori*. Un ejemplo de lo anterior es el caso español, en el cual la obligación para formular la oferta surge en el momento en que se adquiere más del 30 por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad afectada. Sin embargo, esta obligación no obsta para que de forma voluntaria un inversionista pueda optar por realizar una oferta de forma previa a la adquisición de las respectivas acciones. De acuerdo con la regulación española, no será necesario llevar a cabo una opa obligatoria (*a posteriori*) cuando el control se haya alcanzado tras formular una opa voluntaria por la totalidad de los valores, si se da alguna de las siguientes circunstancias: que la oferta haya sido formulada a un precio equitativo²¹; o bien, que haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraban en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con dicho oferente, relativo a la oferta²².

Otro de estos ejemplos frecuentes se evidencia en la regulación colombiana, en donde a pesar de que el régimen general es el de las opas *a priori*, la regulación prevé un evento en el cual se hace necesario contar con un régimen de opas *a posteriori*. En Colombia no es posible que un mismo beneficiario real²³ adquiera el 25% o más del

21. Según lo previsto en el Artículo 9 del Real Decreto 1066 de 2007.

22. Real Decreto 1066 de 2007. Artículo 8

23. Bajo la legislación colombiana, se entiende por beneficiario real cualquier persona o grupo de personas que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto de una acción de una sociedad, o pueda llegar a tener,

capital social con derecho a voto de una sociedad cotizada sin realizar previamente una opa. No obstante lo anterior, es posible que como resultado de una fusión, algunos de los accionistas de la sociedad cotizada resulten con un porcentaje de acciones superior al 25%, el cual no tenían previamente. En este caso, el accionista deberá formular una opa *a posteriori* dirigida a los demás accionistas de la sociedad cotizada. No obstante, en estos eventos la oferta se realizará por una cantidad de valores igual a la adquirida en el mencionado proceso de fusión y no por la totalidad de las acciones remanentes.

3.4. El precio de la oferta

Otro elemento relevante en el proceso de ofertas públicas de adquisición es lo relativo a la determinación del precio de la oferta.

Como ya hemos indicado anteriormente, uno de los fundamentos de la oferta pública de adquisición es la de brindar a todos los accionistas la posibilidad de compartir con los propietarios de paquetes importantes la "prima de control" o sobreprecio que se atribuye a las participaciones que permiten controlar una sociedad. Con esa finalidad, la mayoría de regulaciones establecen criterios con el fin de que el oferente pueda determinar el precio de la oferta.

El criterio más común es que el precio de la oferta no pueda ser inferior al precio más elevado que el oferente hubiera pagado por los mismos valores durante un determinado plazo previo al anuncio de la oferta²⁴. De igual forma, es común encontrar que en aquellos casos en los que previamente se haya acordado un precio mayor con ciertos accionistas que pretendan participar en la oferta, el precio a pagar a los demás accionistas tendrá que ser igual.

En el caso de España se aclara que cuando el oferente haya acordado entregar alguna compensación adicional al precio, o cuando se haya pactado un diferimiento en el pago, el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación o al pago diferido. De esta forma se busca evitar distorsiones en el cálculo del precio equitativo a pagar.

No obstante lo anterior, en casos de ofertas públicas de adquisición obligatorias diferentes a las generadas por un cambio de control o adquisición de participación

por ser propietario de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, capacidad decisoria; esto es, la facultad o el poder de votar en la elección de directivas o representantes o de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción.

24. Por ejemplo, el plazo corresponde a 90 días en Argentina; 3 meses en Colombia; 12 meses en España; 12 meses en Uruguay y 6 meses en Venezuela.

significativa, como lo pueden ser por ejemplo la cancelación del registro en bolsa de la sociedad o la ocurrencia de una compra o venta forzada, el precio ofrecido debe estar normalmente estar justificado con valoraciones independientes²⁵.

3.5. Irrevocabilidad de la oferta

La oferta pública de adquisición debe ser, en términos generales, irrevocable e incondicional. La fundamentación jurídica de la irrevocabilidad de la oferta presentada se encuentra en los principios generales del tráfico bursátil y, en concreto, en el principio de seguridad y certeza de las transacciones de forma que las decisiones de los inversores puedan tomarse sobre la base de la firmeza de la oferta.

No obstante, en el caso de las ofertas públicas voluntarias es posible establecer condiciones tales como la de alcanzar un porcentaje mínimo de aceptaciones, como sucede, por ejemplo, en España. Este tipo de condicionamientos son particularmente comunes en aquellas jurisdicciones que cuentan con regímenes de ofertas públicas de adquisición *a priori*, pues el eventual adquirente puede no estar interesado en adquirir un porcentaje sustancial de valores, si con ello no asegura el control de la sociedad²⁶.

3.6. Garantía de la oferta

El mismo principio citado anteriormente de seguridad y certeza en las transacciones en el mercado bursátil justifica que sea estándar general en las diferentes regulaciones de Iberoamérica que se imponga al oferente la obligación de garantizar su oferta.

Por regla general las opas deben ser previamente autorizadas²⁷ por las autoridades del mercado de valores del respectivo país, o al menos, deben ser puestas en su conocimiento²⁸, pero además con el fin de asegurar que los inversores recibirán la contraprestación ofrecida, generalmente es necesario que el oferente presente una garantía (por ejemplo carta de crédito standby, aval bancario o depósito) que acredite que cuenta con los recursos suficientes para cumplir con la obligación de pago derivada de las aceptaciones que reciba de los destinatarios.

25. RAMIREZ, A., OVALLE, P., "El nuevo régimen de OPAs en Colombia o la protección a los accionistas", *Revista Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores*, núm. 24. Pág. 63-69

26. En el caso colombiano es posible fijar porcentajes mínimos a partir de los cuales se entiende que las ofertas públicas de adquisición resultan obligatorias.

27. A manera de ejemplo, Brasil: Artículo 255 A Ley 6404 de 1976; Colombia: D. 2555 de 2010 Art. 6.15.2.1.6; Costa Rica: Art. 107 de Reglamento sobre Oferta Pública de Valores; España: Artículo 21 Real Decreto 1066 de 2007; México: Artículo 96 LMV; Uruguay Artículo 254.12 RNMV y Venezuela: Resolución 220-2000, Artículo 7, Numeral 7, Literal c, Artículo 9 y Artículo 23.

28. A manera de ejemplo Chile: Ley 18045 de 1981. Artículo 214.

3.7. Suministro de información a los inversionistas

Con el fin de brindar información suficiente a los destinatarios de la oferta, es común que la respectiva solicitud de autorización o de información sobre el proceso de oferta deba estar acompañada de un folleto informativo. El folleto exigido además de proporcionar a los inversores la información necesaria para que puedan tomar su decisión de acudir o no a la oferta, trata de paliar las asimetrías en la información que surgen entre el órgano de administración de la sociedad adquirida, los accionistas titulares de paquetes significativos, y los accionistas minoritarios. En la medida en que las ofertas públicas de adquisición son procesos que cuentan con el control de las autoridades, el folleto es el principal documento que revisan dichas autoridades.

Además de proporcionar información acerca del oferente, de las personas vinculadas al oferente y de las condiciones de la oferta, es usual que se exija la revelación de acuerdos previos que puedan existir entre el oferente y grupos de accionistas, la sociedad afectada o los administradores de la sociedad afectada²⁹.

3.8. Vigencia de la oferta

Con el fin de que los destinatarios de la oferta puedan analizar suficientemente la información que les es suministrada, sin tener la presión de aceptar o rechazar la oferta inmediatamente, la regla general es que la oferta deba estar vigente durante un tiempo prudencial durante el cual todos los destinatarios puedan aceptarla y sean tratados en igualdad de condiciones.

El tiempo mínimo durante el cual debe estar vigente la oferta, exigido en las diferentes regulaciones de Iberoamérica, oscila entre 15 y 30 días³⁰.

3.9. Papel de los administradores de la sociedad

La Directiva Europea 2004/25/CE requiere de los administradores de una sociedad o cualquier órgano delegado o apoderado del mismo, así como de las sociedades

29. Colombia: Decreto 2555 de 2010. Art. 6.15.2.1.13. En el caso costarricense eso es analizado en MENDEZ P., OCAMPO CHACÓN H., PACHECO ROMERO G., "Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado de Valores Costarricense", *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, 2008, núm. 24, p. 33.

30. A manera de ejemplo, 30 días en Brasil según Artículo 12 de la Instrucción 361 de 2002 de la CMV; 20 días en Chile, según Ley 18045 de 1981; 15 días en Colombia según el Decreto 2555 de 2010 Art. 6.15.2.1.7; 15 días en Costa Rica según el Art. 119 de Reglamento sobre Oferta Pública de Valores; 15 días en España según el Artículo 23 del Real Decreto 1066 de 2007; 20 días en México según Artículos 97 y 98 de la LMV; 30 días en Panamá según Artículo 16 del Acuerdo 7 de 2001; 30 días en Uruguay según Artículo 254.15 del RNMV y 20 días en Venezuela según Resolución 220-2000, Artículo 8.

pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y las personas concertadas con las anteriores, que no realicen actuaciones que puedan impedir el éxito de una oferta de adquisición realizada por un tercero a los accionistas. Dicha limitación en su actuación comienza desde el momento mismo en que se anuncia públicamente una oferta pública de adquisición sobre la sociedad, manteniéndose hasta la publicación del resultado de la oferta. Se trata del denominado deber de pasividad.

En teoría, los administradores de la sociedad afectada, por su especialización, son los actores más capacitados para decidir y negociar en interés de los accionistas, conforme les obliga la ley, por ser quienes conocen los entresijos y la información interna sobre el valor de la sociedad. No obstante, como ya hemos apuntado, el conflicto de intereses que se puede presentar a los administradores es muy relevante si nos atenemos a las siguientes consideraciones:

- i) En numerosas ocasiones, la justificación que sustenta la oferta pública de adquisición por un valor superior al de cotización, es el cambio en el plan de negocios y en el equipo gestor.
- ii) La independencia de los administradores para luchar a favor de los intereses de los accionistas, como puede ser optar por una oferta económicamente ventajosa, se ve significativamente amenazada si aceptarla conlleva el riesgo de cese de sus cargos.

Por ello, el ordenamiento europeo, siguiendo el sistema inglés, considera este deber de pasividad del órgano de administración de la sociedad afectada como la solución más eficiente ante una opa, toda vez que al evitar interferencias, defiende los intereses de los inversores y, en general, un funcionamiento eficiente de los mercados.

Es común encontrar que en diversas regulaciones en Iberoamérica se establezcan limitaciones a las actuaciones que pueden iniciar los administradores durante el periodo de vigencia de la oferta, en la medida en que dichas actuaciones pueden impedir el éxito de la misma. Algunas de estas restricciones comprenden la imposibilidad de iniciar operaciones sobre los valores afectados con la oferta; emitir valores y enajenar, gravar o arrendar inmuebles u otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta.

Por otra parte, de acuerdo con la Directiva Europea³¹, que ha sido adoptada internamente en el caso de España y Portugal, los administradores podrán tomar medidas que puedan impedir el éxito de la oferta, si cuentan previamente con autorización de la junta general de accionistas, o salvo que adelanten la búsqueda de otra oferta.

31. Directiva 2004/25/CE Art. 9

Esto hace que dichos países se aparten de la tendencia general establecida en los demás países de Iberoamérica.

De forma general se ha establecido en las regulaciones de Iberoamérica un rol pasivo para los administradores de la sociedad ante un evento de toma de control. Esto contrasta con la solución activa prevista por algunas cortes norteamericanas, las cuales han definido diferentes estándares de análisis aplicables a la conducta activa que demuestre la administración, ante una toma de control. Así, bajo el estándar de análisis del caso *Unocal*³², se ha considerado que en ciertas circunstancias la administración cumple adecuadamente con sus deberes fiduciarios cuando toma medidas defensivas activas para mantener la independencia de la sociedad. Esto ocurre cuando la administración considere que la oferta hostil constituye una amenaza para la política corporativa y para los intereses de los accionistas, por lo cual la administración tiene las facultades y el deber de interponerse entre el oferente y los accionistas, y cuando lo considere necesario, adoptar medidas defensivas proporcionales frente a dicha amenaza³³. Igualmente, la Corte Suprema del Estado de Delaware ha considerado bajo el estándar *Revlon*³⁴, que como respuesta a una toma hostil de control, el deber fiduciario de los administradores de la sociedad involucra vender la sociedad al oferente que ofrezca a los accionistas el mejor precio posible disponible. Por lo anterior, esto propende igualmente por una conducta activa en la búsqueda de mejores ofertas.

En las regulaciones iberoamericanas, distintas de España y Portugal, no es usual encontrar reglas sobre medidas defensivas, lo que puede, en parte, explicarse por la alta concentración de propiedad de las sociedades cotizadas que motiva que, no resulten frecuentes las adquisiciones hostiles del control de una sociedad cotizada.

No obstante, sí resulta frecuente en las regulaciones iberoamericanas que se exija a los administradores de la sociedad sobre la cual recae la oferta, que se pronuncien en relación con la oferta vigente, en un informe que recoge la opinión de los administradores sobre el posible impacto de la oferta en la sociedad³⁵.

32. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

33. ARMOUR J., JACOBS J., MILHAUPT C. "The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework". Vol. 52, No. 1. 2001, p. 243.

34. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 175-79 (Del. 1986).

35. A manera de ejemplo, Chile, según Artículo 207 c de la Ley 18045 de 1981; Costa Rica según el Art. 117 de Reglamento sobre Oferta Pública de Valores; España según el Artículo 24 del Real Decreto 1066 de 2007; México según Artículo 101 de la LMV; Panamá según Artículo 17 del Acuerdo 7 de 2001; Perú según Artículo 15 de la ROPA; Portugal según el Código de Valores Mobiliarios; Uruguay según Artículo 254.16 del RNMV y Venezuela según Resolución 220-2000, Artículo 12.

3.10. Ofertas competidoras

Las diferentes regulaciones iberoamericanas prevén normalmente disposiciones relativas a la formulación de ofertas competidoras que puedan presentarse mientras existe aún una primera oferta cuyo plazo de aceptación no ha finalizado.

Las ofertas competidoras tienen que ser formuladas durante un plazo determinado antes de la finalización del periodo de aceptación de la primera oferta y deben mejorar la primera oferta de alguna forma, bien sea aumentando el precio o el número de valores sobre el cual se formula.

Como regla general encontramos que existe una escasa regulación sobre la posibilidad de establecer desincentivos a las ofertas competidoras.

En el caso español se ha regulado en mayor detalle este aspecto. Así, en primer lugar, los administradores de la sociedad afectada tienen la obligación de dar un trato igualitario a todos los potenciales oferentes y particularmente se indica que este trato equitativo se extiende al suministro de información no pública de la sociedad afectada³⁶. Por otra parte, la norma española establece un límite a las comisiones que puede llegar a pactar la sociedad con un oferente en caso de que la oferta no prospere, quedando limitados dichos gastos al 1% del importe total efectivo de la oferta y buscan resarcir los gastos incurridos en la preparación de dicha oferta. Dicha comisión solamente puede pactarse con el primer oferente del respectivo proceso, debe ser aprobada por el consejo de administración con el informe favorable de los asesores financieros de la sociedad, y debe detallarse en el folleto informativo de la oferta.

En Costa Rica la ausencia de regulación en la materia ha resultado particularmente importante, dado que esto propició un pronunciamiento del órgano regulador en relación con los temas de revelación de información e indemnizaciones por ofertas posteriores³⁷. En ese caso específico la empresa afectada había acordado entregar al oferente toda la información que pudiera requerir, así como no permitir el acceso a dicha información a terceros con el fin de realizar una oferta competidora. Si bien la normativa costarricense no cuenta con disposiciones sobre el trato igualitario entre oferentes, la Superintendencia General de Valores de ese país que tiene la obligación de velar por la libre competencia en los mercados de valores, consideró que dichos pactos resultaban inaceptables a la luz de la normativa local.

36. Artículo 46 del Real Decreto 1066 de 2007

37. Óp. cit. "Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado de Valores Costarricense" p.34

Adicionalmente, el acuerdo celebrado entre la empresa afectada y el oferente establecía una comisión de terminación bastante alta, la cual desincentivaba a posibles oferentes. En el análisis llevado a cabo por la autoridad local se estudió la legislación comparada y se consideró que si bien la regulación no limitaba el establecimiento de comisiones de terminación y restitución de gastos, debido al excesivo importe de la sanción pactada, el monto acordado no tenía como finalidad la retribución de los gastos incurridos con ocasión de la presentación de la oferta, sino que se constituía en un blindaje frente a posibles ofertas posteriores y por lo tanto resultaba contrario a la libre competencia.

En conclusión, si bien en algunos casos se han presentado controversias sobre el alcance de pactos que puedan afectar a ofertas competidoras, es limitada la regulación respecto de los límites a estos acuerdos.

3.11. Ventas y compras forzadas (*squeeze-out* y *sell-out*)

Un tema mucho más decantado en los países europeos, pero poco regulado en Iberoamérica³⁸, es el que tiene que ver con las ventas y compras forzadas de acciones de compañías cotizadas.

En algunas jurisdicciones está contemplado que quien hubiera formulado una oferta pública de adquisición obligatoria podrá, una vez liquidada la misma, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta, su venta forzosa a un precio equitativo. Este tipo de operaciones de ventas forzadas son comúnmente conocidas bajo la denominación inglesa de *squeeze-out*. Esta medida de cierre trata de evitar que una minoría de accionistas pueda aprovecharse de su posición de "últimos minoritarios" y tratar de obtener, a su vez, un precio mayor por la venta de sus acciones al accionista mayoritario, o entorpecer, antieconómicamente, la eficiencia del mercado de control societario. Normalmente en estos casos el oferente estará interesado en alcanzar el 100% del accionariado y excluir a la sociedad de cotización.

De la misma forma, los accionistas minoritarios tienen usualmente un derecho que actúa como contrapartida del anterior. Este consiste en que, bajos ciertos eventos, los accionistas que resulten con una participación muy reducida en la sociedad pueden exigir al accionista mayoritario que formule una oferta de compra por la totalidad del capital flotante remanente. Este tipo de operaciones de compras forzadas son

38. En Argentina, el Régimen de participaciones residuales se regula en los arts. 91 a 96 de la Ley 26.831. En Brasil ver Ley 6404, art. 48-5 e Instrucción 361 art. 10.2. Chile Vid, art. 199 bis de la Ley 20.382. En España la regulación se detalla en el art. 47 y SS. del RD 1066 de 2007.

comúnmente conocidas bajo la denominación inglesa de *sell-out* y buscan dar al accionista minoritario la oportunidad de retirarse en aquellos eventos en los cuales existe una gran concentración de la propiedad, limitando no solo la liquidez del título sino que como consecuencia de su reducida participación, no tenga opción de lograr una injerencia relevante en las decisiones de la sociedad.

En este sentido, gracias a la implementación de la Directiva 2004/25, tanto España³⁹ como Portugal⁴⁰ han permitido que se apliquen las figuras del *squeeze-out*, y *sell-out*. En el caso español es posible optar por una u otra siempre que, tras una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad de los accionistas, el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90% del capital con derecho a voto de la sociedad afectada y que la misma hubiere sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido. En este caso el accionista mayoritario podrá exigir a los restantes titulares la venta forzosa de sus acciones a un precio equitativo. Igualmente, cumplidos los anteriores requisitos, cualquiera de los accionistas podrá exigir al oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio.

A nivel europeo, la Directiva 2004/25 requiere que los estados miembros adopten este tipo de medidas estableciendo el porcentaje mínimo de aplicación entre el 90% (como es el caso de España, Portugal e Inglaterra) y el 95% (como en el caso de Francia, Alemania, Holanda e Italia)⁴¹. Sin embargo, este tipo de medidas no han sido consagradas en la mayoría de regulaciones iberoamericanas, ya que de la muestra recogida, sólo 3 estados otorgan esta posibilidad⁴².

Brasil⁴³ permite que en las opas por exclusión se aplique la figura del *squeeze-out* cuando, después de realizada la oferta quede un capital desconcentrado del 5%. Así mismo, permite para todo tipo de opas, a excepción de la oferta pública de adquisición por toma de control, la aplicación del *sell-out*, siempre y cuando el oferente adquiera durante la oferta pública de adquisición más de 2/3 de la sociedad. Por otro lado, Argentina⁴⁴ establece la posibilidad de aplicar una y otra figura cuando una sociedad quede bajo control de un accionista que tenga al menos el 90% de las acciones autorizadas para ser negociadas mediante oferta pública.

39. España: Real Decreto 1066 de 2007. Artículo 47.

40. Código de Valores Mobiliarios. Artículo 194

41. Global Guide. The International Comparative Legal Guide to: Mergers & Acquisitions 2013 8th Edition. United Kingdom 2013. p. 2.

42. Argentina y Brasil contemplan medidas que permiten el *squeeze-out*, mientras que estos mismos países y adicionalmente Colombia contemplan medidas de *sell-out*.

43. Ley 6404 de 1967. Artículo 4§5 y Instrucción 361 de 2002 Artículo 10 Parágrafo 2.

44. Ley 26831 de Mercado de Capitales. Artículo 91

El caso de Colombia es bastante particular. Por un lado, prevé el *sell-out* cuando un socio adquiera al menos el 90% del capital con derecho a voto de una sociedad cotizada, en cuyo caso, los accionistas minoritarios que representen al menos el 1% de las acciones en circulación podrán exigirle que formule una oferta por los valores restantes⁴⁵.

Por otra parte, el artículo 70 de la ley 510 de 1999, previó una forma de *squeeze-out*, al establecer que las acciones de una sociedad cotizada, respecto de las cuales no se hubiesen ejercido, durante un término de 20 años, ninguno de los derechos consagrados en la ley o en los estatutos sociales; podrían ser objeto de readquisición por parte de la sociedad, previa aprobación de la asamblea de accionistas. En estos casos, el precio de readquisición se establecería según el valor patrimonial de la sociedad al último ejercicio contable y dicho precio se consignaría por la sociedad a favor del accionista. Como se observa, esta particular forma de se generaba no en razón de la reducción del capital flotante, sino como consecuencia de la inactividad del accionista.

La norma fue demandada y mediante sentencia C 133 de 2009 la Corte Constitucional de Colombia consideró que dicho artículo era contrario a los principios constitucionales de la propiedad y del debido proceso, retirándolo de la legislación Colombiana. Al analizar la decisión se encuentra que la Corte Constitucional evaluó este tipo de procedimientos bajo una óptica de expropiación privada y por lo tanto su decisión se basó en dos argumentos principales: El primero de ellos es que la propiedad constituye un derecho de rango constitucional, que además de tener atribuciones propias tales como el derecho de uso y disposición, tiene la característica de ser perpetuo. La Corte consideró que de acuerdo con la Constitución colombiana, no es posible permitir que una asamblea de accionistas, y no una autoridad judicial, prive a un accionista inactivo de su derecho de propiedad sobre sus acciones. En segundo lugar, la Corte Constitucional de Colombia consideró que dado que la norma no otorgaba al accionista ningún mecanismo para oponerse a la readquisición de sus acciones, ni a refutar el precio de venta, se limitaba el derecho al debido proceso que éste debería tener para defender sus derechos económicos afectados.

En conclusión, se puede afirmar que si bien estas medidas son comunes en Europa, en Iberoamérica no han sido ampliamente desarrolladas. No obstante, desde un punto de vista de la eficiencia del mercado de toma de control resulta conveniente poder consagrar estas disposiciones en la medida en que benefician tanto al adquirente como a los accionistas minoritarios.

45. Decreto Único 2555 de 2010. Artículo 6.15.2.1.23

■ 4. ESTÁNDARES Y RECOMENDACIONES

Como resultado de la revisión de las diferentes regulaciones en Iberoamérica podemos concluir que existen reglas generales presentes en la mayoría de países. Estas pueden servir de referencia para aquellos países, que aún no han adoptado disposiciones similares. De igual forma, en algunos casos se observa que la regla general es que los países Iberoamericanos tienen vacíos regulatorios respecto de aspectos que pueden dinamizar el mercado de adquisiciones, por lo que es importante observar la experiencia de otros países, con el fin de buscar mejoras en la regulación local.

4.1. Existencia de regulación en materia de opas

Por regla general las legislaciones Iberoamericanas cuentan con una regulación aplicable a las tomas de control de sociedades cotizadas, aunque existen casos en los que no se ha regulado la materia, por lo que los accionistas minoritarios de las sociedades cotizadas no cuentan con una protección adecuada.

4.2. Regímenes de opas *a priori* y *a posteriori*

A pesar de que el estándar ibérico sigue la Directiva Europea que prevé un sistema de opas obligatorias *a posteriori*, la tendencia mayoritaria en Iberoamérica mantiene un régimen de opas obligatorias *a priori*.

Cada uno de estos regímenes tiene bondades particulares, no obstante lo anterior, el régimen de opas *a posteriori* parece otorgar una mayor eficiencia en el proceso de toma de control al no limitar de forma previa la adquisición de la participación mayoritaria o relevante. Este régimen se puede combinar igualmente con un esquema de ofertas públicas voluntarias *a priori*, de forma tal que, según resulte conveniente, los potenciales adquirentes puedan aprovechar una mayor flexibilidad en la determinación de precio de la oferta, así como la posibilidad de fijar requisitos a los que dicha oferta pueda estar condicionada.

4.3. Actuación de los administradores

El papel de los administradores de la sociedad afectada durante el plazo de vigencia de la oferta es de gran relevancia, no sólo por la conducta que deben tener en la administración de la sociedad y la forma en que esto puede interferir con la oferta, sino también porque dado su conocimiento particular de la situación de la sociedad, resulta valioso para los accionistas conocer su opinión sobre la oferta.

No es uniforme la regulación en los países de Iberoamérica respecto de la conducta que deben desarrollar los administradores, por lo que resulta conveniente reforzar el principio del deber de pasividad que deben mantener, si bien permitiendo que puedan buscar mejores ofertas en beneficio de los accionistas.

Por otra parte, aunque actualmente es la regla general en los países de Iberoamérica, no en todas las regulaciones se exige que los administradores se pronuncien frente a las opas en curso.

4.4. Ofertas competidoras

Se observan vacíos en la regulación iberoamericana en lo relativo a la igualdad de trato frente a ofertas competidoras y límites a conductas o acuerdos que puedan limitar la formulación y éxito de dichas ofertas competidoras.

4.5. Compras y ventas forzadas

Por regla general las regulaciones iberoamericanas no contemplan la posibilidad de establecer compras o ventas forzadas en aquellos eventos en los que se presente una alta concentración de la participación accionaria en una sociedad cotizada. Estas previsiones resultan útiles en la medida en que permiten dinamizar el mercado de tomas de control y protegen intereses tanto de los oferentes como de los accionistas minoritarios.

CAPÍTULO 12

Los Gatekeepers y su papel en el Gobierno Corporativo Iberoamericano. Auditores, Proxy Advisors, Bancos de Inversión, Agencias de Rating

Paola Gutiérrez Velandía,
Directora de Georgeson para España y Latam

Ramón Abella Rubio
Socio de PwC

1. INTRODUCCIÓN
2. LOS GATEKEEPERS DENOMINADOS COMO PROXYS
 - 2.1. *Los Proxy Solicitors*
 - 2.2. *Los Investment Advisors o Asset Owners* (Accionistas o Inversores)
 - 2.3. *Los Proxy Advisors* o Firmas Asesoras de Voto
3. EL PAPEL DE LAS FIRMAS DE AUDITORÍA EN LA GENERACIÓN DE CONFIANZA DE LOS STAKEHOLDERS
 - 3.1. Situación de los países iberoamericanos en relación con la Auditoría
 - 3.2. Independencia de los auditores
 - 3.3. Palancas clave para que las firmas auditoras maximicen el valor de las compañías
 - 3.4. Conclusiones con respecto al papel de las firmas de Auditoría
4. EL PAPEL DE LOS BANCOS DE INVERSIÓN EN LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO
 - 4.1. Principios de Gobierno Corporativo en el sector de la banca de inversión
 - 4.2. Conclusiones con respecto a los Bancos de Inversión
5. UNA MIRADA A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN EN IBEROAMÉRICA

■ 1. INTRODUCCIÓN

Las economías emergentes han llevado a cabo esfuerzos dirigidos a mitigar los efectos de aquellos factores, que distancian a sus empresas de la inversión extranjera de portafolio. Es irrefutable que la poca profundidad de los mercados de valores y la necesidad de algunas compañías de concentrar el capital ha marginado al menos en lo que se refiere al *equity*, a algunas sociedades de fuentes de apalancamiento importantes como lo son los inversores institucionales.

El miedo al riesgo sistémico derivado de las crisis de 2001 y 2008, tanto en Europa como en Estados Unidos, aunado al crecimiento gradual de las economías en crecimiento, tanto en Latinoamérica como en Asia, ha impulsado a inversores a acometer un proceso de diversificación geográfica para evitar lo que se denomina el riesgo sistémico, igualmente ha impulsado a las principales sociedades cotizadas a nivel mundial a no concentrar sus negocios en sus lugares de origen.

La conformación del MILA, el Mercado Integrado Latinoamericano¹, y los tratados de libre comercio que han precedido su conformación suscritos por los diversos países que hacen parte del mismo, otorgan una estabilidad mínima requerida a la inversión extranjera directa e indirecta necesaria que es, en nuestro concepto, la semilla de lo que hoy estamos evidenciando.

Lo cierto es que hoy el Gobierno Corporativo ha dejado de ser una herramienta para Latinoamérica estrictamente dirigida a empresas familiares o estatales. Las sociedades del mercado de valores comienzan a tomar en consideración lo que su capital flotante tiene que decir aunque sea insípido aún, capital que empieza a hablar y hablar con fuerza. El capital flotante salvo en Brasil tiende a moverse entre el 20 y 10 por ciento del capital social de las compañías en Latinoamérica, pero parece existir una tendencia moderada a incrementar. También están los bonistas, aquellos que de vez en cuando deben pronunciarse en circunstancias puntuales y para lo cual se requiere su aprobación con quórum reforzados y con quienes también debería tenerse idealmente un diálogo fluido no exclusivamente sobre aspecto estrictamente financieros

1. El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es el resultado del acuerdo firmado entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima, así como de Deceval, DCV, y Cavali, que iniciaron en 2009 el proceso de creación de un mercado regional para la negociación de títulos de renta variable de los tres países.

En 2014, México ingreso de manera oficial al MILA. Con la incorporación de México, se suman al MILA 136 nuevas emisoras mexicanas, hasta alcanzar un total de más de 780 valores entre los cuatro países. De esta forma, el MILA se convierte en el primer mercado por número de compañías listadas en América Latina, y el primero en tamaño de capitalización bursátil (el valor conjunto de las cuatro plazas supera los 1,1 billones de dólares), de acuerdo a la Federación Mundial de Bolsas (WFE).

sino también sobre temas de Gobierno Corporativo, en particular estos tenedores de títulos cuyos derechos políticos se ejercen solo de forma excepcional. ¿A que nos lleva esto?, a lo siguiente:

- 1) Las sociedades en Latinoamérica y en especial, México, Colombia, Perú, Chile y Brasil comienzan a necesitar conocer quiénes son sus accionistas y bonistas.
- 2) Las sociedades comienzan a necesitar conocer cuál es el perfil de los titulares reales de las acciones o bonos, detectar si son activos o pasivos y sobre todo si toman en consideración aspectos relativos al Gobierno Corporativo.
- 3) Los inversores comienzan a interesarse a invertir cada vez más en sociedades de los mercados enunciados en el punto uno, y su comportamiento con dichas sociedades puede ser definidos por dos parámetros: el desempeño financiero y las prácticas de Gobierno Corporativo.
- 4) Las sociedades comienzan a interesarse sobre el nivel de apoyo del capital flotante de en las Asambleas de Accionistas o Juntas Generales de Accionistas según se denomine en cada país.

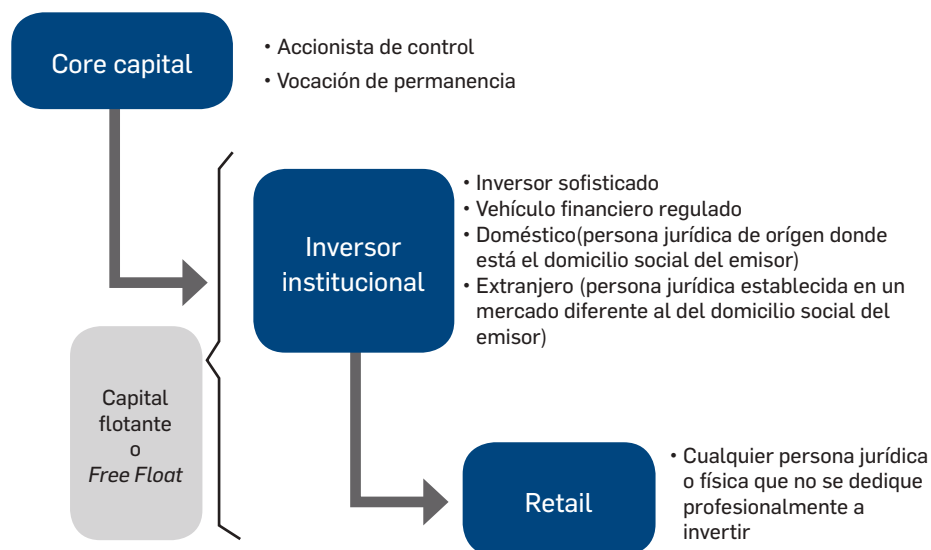
Los *gatekeepers* más conocidos, tal vez por su trayectoria mediática, son las ONG's relacionadas con aspectos relativos a la responsabilidad social y los sindicatos, pero que tienen poca influencia directa sobre el sentido del voto del inversor institucional. En este sentido, son legendarios en los mercados desarrollados los siguientes *gatekeepers* que hoy se van mimetizando en Latinoamérica sin mayor ruido pero con gran influencia:

- 1) Los Proxy Solicitors
- 2) Los Proxy Advisor
- 3) Los Auditores
- 4) Los Bancos de Inversión
- 5) Las Agencias de Rating

Tal vez los tres últimos sean los más conocidos de nombre pero su actividad solo se suele conocer a profundidad por los mismos actores del mercado, cuando en la realidad su papel es de gran complejidad superado solo por su grado de importancia, como se explicará en la segunda parte de éste capítulo.

■ 2. LOS GATEKEEPERS DENOMINADOS COMO PROXYS

Para poder explicar quiénes son estos sujetos en los mercados, es preciso explicar el tipo de accionistas que entran en juego en los mercados de valores.



2.1. Los Proxy Solicitors

Los *Proxy Solicitors*, son compañías que actúan de bisagra entre el capital flotante y, muy particularmente, entre los inversores institucionales y las sociedades cotizadas alrededor del mundo. Sin embargo, las campañas sobre el tramo *retail* se hacen con gran frecuencia en Europa y probablemente son las que mayor impacto tienen.

Las compañías más grandes e importantes de esta naturaleza, como Georgeson, cuentan con un departamento de *market intelligence & corporate governance* que identifica el accionariado de las sociedades, ya que es difícil para las sociedades cotizadas identificar quiénes son sus accionistas reales, y suelen saber quiénes son los fondos o los custodios.

Si son sociedades que llevan el libro de registro generalmente suelen saber quién es el fondo pero no quién es el *Investment Advisor* que es al final quién decide cómo se toma la decisión de votar en una Junta o Asamblea General de Accionista. Si la sociedad utiliza acciones al portador, lo que suele ver es al custodio que tiene en su poder las acciones, pero no al beneficiario de dichas acciones que es quién retiene la autoridad de voto. El custodio o quien lleva el libro de registro es entonces quien enseña una fotografía parcial de la estructura de propiedad, pero no detentan ninguna autoridad sobre los derechos políticos, ni puede identificar quién retiene dichos derechos. Si la empresa cuenta con accionistas chinos, alemanes o árabes las cuestiones relacionadas con el Gobierno Corporativo o la RSC no van a tener mucho peso; puede

darse el caso, por ejemplo, que aunque en el accionariado se cuente con inversores alemanes que suelen ser muy partidarios de la RSC no tienen por costumbre votar en la Juntas o Asambleas fuera de su jurisdicción, siendo muy pasivos en términos generales debido a los costes asociados de votar en jurisdicciones diferentes.

Las cuestiones sociales y medioambientales no son elementos que determinan el sentido del voto por el momento, mientras que los temas relativos al gobierno Corporativo sí, como los relacionados con la propuesta de remuneraciones o nombramiento de Directores, Consejeros o miembros de Juntas Directivas según se denominan en cada país de Latinoamérica. .

Ya hay casos en Latinoamérica en donde hemos visto gran actividad de los inversores domésticos, como ha sido el caso de la ampliación de capital de Enersis, donde al final se llegó a un acuerdo con las AFP, y en el año 2014 Sociedades Cascadas en ese mismo país que, aunque no llegó a una *proxy fight*, el caso se desenvuelve en las cortes. En Colombia, el caso de Interbolsa ha generado todo un cuestionamiento sobre la necesidad de un mayor nivel de pragmatismo a la hora de implementar estándares de Gobierno Corporativo.

Lo que es una evidencia irrefutable, además de los casos concretos, es el nivel de voto en contra del escaso nivel de free-float extranjero que incide en la reputación de las compañías y de las recomendaciones en contra de los *Proxy Advisors* sobre los puntos del orden del día de las Agendas. Uno de los temas en que los reguladores latinoamericanos deberían comenzar a analizar, es el de obligar a las sociedades a revelar en sus páginas web el nivel de votos a favor, en contra y abstenciones para cada uno de los puntos que se han puesto a disposición para que los accionistas voten en las Juntas o Asambleas de Accionistas.

Los *Proxy Solicitors* ayudan a las compañías a:

- Identificar a los *Investment advisors o Asset owners* que retienen la autoridad de voto.
- Incrementar la participación de los accionistas elevando el quorum.
- Definir el perfil del accionariado. Las sociedades deben tomar en consideración que existe una variedad importante de inversores que no se comportan simétricamente frente a los temas de Gobierno Corporativo, ni siquiera sobre su intención de participación en las Juntas o Asambleas Generales de Accionistas.
- Ayudar a las compañías a identificar las desviaciones entre sus prácticas y lo que piden sus accionistas en temas de Gobierno Corporativo.
- Ayudar a las compañías a poner en práctica el *comply-or-explain* verdadero. Cada vez hay menor tolerancia por parte de los inversores a que las sociedades

al no cumplir un estándar internacionalmente aceptado, respondan con que las prácticas que han adoptado se ajustan a derecho. Si bien es cierto la premisa del Gobierno Corporativo es *one-size-doesnt-fit-all*, los inversores entienden que lo mínimo con lo deben cumplir las sociedades que están en su portafolio es el *compliance*. Pero la desviación a una práctica internacional debe estar robustamente justificada.

- Ayudar a realizar a las compañías un *governance story*. Si bien es importante reconocer el esfuerzo de las autoridades por mejorar el nivel de revelación de información que las sociedades cotizadas emiten al mercado, lo cierto es que los inversores en ocasiones encuentran que estos informes son confusos y no permiten al inversor realizar un análisis profundo y depender estrictamente del *Proxy Advisor*.
- Ayudar a la compañía a establecer un diálogo con los inversores-*engagement* y *Proxy Advisors*. Los resultados de la temporada de la Junta General de Accionistas nos hace concluir que el impacto de los *Proxy Advisors* depende del nivel de esfuerzo que cada compañía invierta en el diálogo con los inversores extranjeros.

2.2. Los *Investment Advisors* o *Asset Owners* (Accionistas o Inversores)

Dentro de esta tipología, existen inversores que votan con el *management* automáticamente, otros por política se abstienen de acudir a las Juntas de Accionistas como SAFE (Fondo soberano de China) o Lyxor (Fondo Francés), asimismo y como piedra fundamental de éste epígrafe se encuentran los *Investment Advisors* o inversores que ejercen lo que se denomina el *stweership* o la propiedad responsable. Son inversores que cuentan con departamentos robustos de Gobierno Corporativo que les permiten llevar a cabo un análisis profundo del sistema de pesos y contra-pesos de la compañía en relación con la estructura de control y administración de las sociedades que hacen parte de su portafolio. Es decir, con base en el Gobierno Corporativo de la sociedad cotizada analizada, y sus propias políticas y estándares de Gobierno Corporativo, definen como van a votar en una Junta o Asamblea General de Accionistas.

Estos departamentos se denominan los *Proxy Voting Teams* y emiten una opinión independiente que, en algunas ocasiones, se comparte con el equipo que administra el portafolio y los encargados de temas relacionados con la inversión socialmente responsable.

Cuando las participaciones son más pequeñas, es decir, el porcentaje del capital en la sociedad cotizada no es muy relevante su decisión frente a cómo votar suele, aunque no siempre, depender altamente de las recomendaciones de los *Proxy Advisors*.

Existe lo que se denomina el Activista puro y duro, cuyo propósito es generar controversia dentro de las sociedades cotizadas generalmente con capacidad de aglutinar otros inversores generando *proxy fights*.

La geografía también es importante, vemos como los inversores en EE.UU tienen a ser más flexibles en temas, por ejemplo, relativos al *CEO/Chairman* frente a inversores franceses donde el estándar está inmerso en su ADN. Construir el mapa de inversores y definir su perfil, es fundamental para las sociedades cotizadas.

2.3. Los *Proxy Advisors* o Firmas Asesoras de Voto

Una de las figuras que mayor atención ha conseguido por parte de las sociedades cotizadas en los últimos años es la de los *Proxy Advisors*² o Firmas asesoras de voto. Estas sociedades tienen como objetivo principal analizar las Agenda de las Juntas o Asambleas Generales de Accionistas, y emitir un Informe de recomendaciones. Dicho Informe recomienda a los inversores cuáles de las propuestas realizadas por los Directorios o Juntas Directivas, deberían ser votadas a favor, en contra o merecerían una abstención.

Estudian el Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas o emisores y con base en unos estándares preestablecidos, recomiendan a los inversores institucionales como deben votar ya sea en una Junta o Asamblea General Ordinaria de Accionistas, una Junta Extraordinaria de Accionistas o una Operación Corporativa puntual.

Esencialmente, el cliente principal de las firmas de asesoría de voto son los inversores institucionales que, por su naturaleza, suelen votar en las Juntas o Asambleas Generales de Accionistas que se llevan a cabo fuera de su lugar de origen. Durante la temporada de Juntas de Accionistas que internacionalmente se denomina *Proxy Season*, un solo inversor puede tener que llegar a votar hasta en más 15.000 sociedades cotizadas o emisores durante un corto periodo de tiempo (entre 2-4 meses). La función de la firma asesora de voto o *Proxy Advisor* es la de facilitar el análisis de la sociedades que hacen parte del portafolio del inversor e identificar los principales riesgos de Gobierno Corporativo en cada una de ellas, según lo que aquellas consideren como mejores prácticas.

Algunas firmas asesoras de voto prestan servicios de otra naturaleza dirigidos también a inversores como plataformas de votos. Es decir, que a través dichas plataformas se puede

2. Los *Proxy Advisors* son personas jurídicas independientes que, por mandato de los inversores institucionales extranjeros, analizan globalmente los mercados y a empresas particulares, emitiendo recomendaciones basadas en sus propias guías de Gobierno Corporativo. Los inversores extranjeros suelen seguir sus recomendaciones de forma sistemática, particularmente cuando se trata en mercados diferentes al del origen del inversor.

ejercer el derecho de voto a distancia. Un mecanismo que funciona con mayor eficiencia en mercados como el de EE.UU y Europa, dada la dificultad que se contempla en algunas jurisdicciones de Latinoamérica en donde, por ejemplo, se solicita un Poder para ejercer dicho derecho, algo absolutamente anacrónico y que va en contravía del principio básico del derecho de los accionistas a que el ejercicio de los derechos políticos no debería suponer ningún coste adicional para aquellos, como es el caso de Perú y Brasil.

En otra esfera, algunas de estas firmas prestan servicios a sociedades cotizadas que se podrían denominar como Consultoría en materia de Gobierno Corporativo.

Las firmas de asesoría de voto más relevantes que tienen alrededor del 70% del mercado, tienen dos características fundamentales:

- 1) Cuentan con políticas de voto adaptadas a cada región segmentando los mercados de Estados Unidos; Reino Unido; Europa; Asia y economías emergentes³.
- 2) Los inversores tienen la posibilidad de solicitar a dichas firmas, que el análisis y recomendaciones se realicen con base en sus propias políticas de Gobierno Corporativo (*Proxy Voting Guidelines*).

Las Políticas de voto se construyen tomando en consideración, diversas fuentes como los estándares de Gobierno Corporativo que exigen sus clientes (inversores institucionales), los Códigos Regionales de Mejores Prácticas locales, y pautas recomendadas por los diversos organismos multilaterales.

Una vez convocada una Junta o Asamblea de Accionistas, o se notifique al mercado de una operación estratégica, los analistas responsables al interior de la firma comienzan a analizar los puntos o propuestas que se someterán a aprobación de los accionistas. Con base en el nivel de información que se ofrezca sobre estos eventos corporativos, y el nivel de cumplimiento que la sociedad objeto de análisis tenga, el analista tras un proceso de consulta interno emitirá el informe de recomendaciones.

Dicho informe de recomendaciones se pone a disposición de los inversores institucionales aproximadamente 15 días después del anuncio del evento corporativo. El inversor es quien decide finalmente si hace suyas las recomendaciones de la firma de asesoría de voto, o se desliga de ellas votando en un sentido diferente.

Una vez tomada la decisión sobre el sentido del voto, es decir, si se vota a favor, en contra o se abstiene sobre los temas a ser sometidos a juicio de los accionistas, el

3. Las dos firmas más importantes que son ISS y Glass Lewis, y cuentan con políticas específicas para Latinoamérica.

inversor emite una instrucción de voto a través de generalmente de la cadena de custodia, la plataforma de voto, o en el caso de Latinoamérica ordinariamente emitiendo un poder dando a conocer al emisor como va a votar en la operación corporativo en cada punto de la Agenda.

Las áreas que cubren los *Proxy Advisors* son primordialmente todas aquellas contempladas en los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE de 2004.

- 1) **Derechos y Trato Equitativo de los accionistas:** especialmente cautelosos en evitar apoyar propuestas que puedan diluir la participación de los accionistas, salvaguardar el principio de una acción y un voto y protejan el derecho de acceso a información y toma decisiones.
- 2) **Directorio o Juntas Directivas:** sus políticas de voto establecen salvaguardar el balance de poderes entre los administradores y los ejecutivos, mantener un nivel adecuado de independencia, cerciorarse de que las Comisiones clave de la Junta Directiva o Directorio como las de Auditoría, Nombramientos y Retribuciones estén compuestas por miembros apropiados y que se cumplan las funciones de supervisión, control y estrategia del órgano de administración.
- 3) **Transparencia y Revelación de Información:** en especial cuidan de garantizar que el auditor externo sea independientes y que los mecanismos de administración de riesgos y control y auditoría externa sean adecuados.
- 4) **Retribuciones:** en este aspecto la firma asesora de voto analiza si las sociedades cuentan con un sistema retributivo congruente con la sostenibilidad de largo plazo de la sociedad. Se analiza que los miembros externos independientes no vean comprometida su independencia debido a su esquema retributivo, que no existan incentivos perversos para los ejecutivos y limitar las indemnizaciones a los ejecutivos entre otros muchos aspectos. En resumen, buscan que la retribución de largo y corto plazo, tanto fija como variable, sea un mecanismo que incentive la retención de capital humano calificado y se limiten las retribuciones excesivas.

Estas firmas asesoras de voto tienen un mayor ascendiente sobre inversores institucionales activos en materia de Gobierno Corporativo, que suelen ejercer el voto transfronterizo y que están concentrados sustancialmente en Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Noruega, Suecia, Bélgica y Holanda.

El impacto sobre los votos favorables o contrarios a los temas a ser sometidos a aprobación obtenidos por una sociedad cotizada, dependerá exclusivamente de la composición de su accionariado. Una sociedad que tenga un mayor nivel de capital flotante, mayor penetración de inversión extranjera, y cuente con la presencia de inversores activos en materia de Gobierno Corporativo, será más permeable a las recomendaciones de las firmas asesoras de voto.

Los principales *Proxy Advisors* que hay en el mercado son los siguientes:

- 1) INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS): <http://www.issgovernance.com/>
- 2) GLASS, LEWIS & CO.: <http://www.glasslewis.com/>
- 3) PROXINVEST: <http://www.proxinvest.com>
- 4) MANIFEST: <http://www.manifest.co.uk/>
- 5) PIRC: <http://publicinterest.org.uk/>
- 6) IVOX: <http://ivox-europe.com/>

En 2012, ESMA⁴ emitió una Consulta Pública convocando a los grupos de interés para que se pronunciaran sobre la necesidad de tomar medidas a nivel europeo dirigidas a mitigar los riesgos asociados al papel de las firmas asesoras de voto. Tras la consulta, ESMA ha decidido promover la autorregulación de la industria a través de la elaboración de un Código de Conducta Marco (CoC). Las disposiciones del CoC ya se han dado a conocer⁵. Por su lado, Estados Unidos a través de su regulador la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha emitido una Guía estableciendo una serie de sugerencias para fortalecer la transparencia y efectividad de estas firmas⁶.

¿Cómo se ha comportado el principal *proxy advisor* ISS cuya cuota de mercado es de casi el 80% del mercado frente a las sociedades cotizadas en los principales mercados en Latinoamérica?

Georgeson ha analizado las recomendaciones realizadas sobre las sociedades de mayor capitalización bursátil en Chile, Perú, Colombia, México y Brasil, en resumen, esto fue lo que encontramos:

Evolución de recomendaciones negativas 2013 vs 2014

- **Elección y/o reelección de Directores o miembros de Junta Directiva:** el 14.96%⁷ de los candidatos recibieron una recomendación negativa en 2014 vs 30.30%⁸ en 2013.

4. European Securities and Markets Authority (ESMA) es la Autoridad Europea Supervisora, que sustituyó al Comité Europeo de Valores (CESR) en 2011. La nueva arquitectura supervisora de la Unión Europea está integrada por el Sistema Europeo de Supervisión Financiera o European System of Financial Supervision (ESFS) del que forman parte la propia Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y, además, la Junta Europea de Riesgo Sistémico o European Systemic Risk Board (ESRB), la Autoridad Bancaria Europea o European Banking Authority (EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones o European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) y las Autoridades Competentes de supervisión de los Estados Miembros.

5. <http://bppgrp.info/>

6. <http://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>

7. 38 de 254 candidatos recibieron una recomendación negativa en 2014.

8. 50 de 165 candidatos recibieron una recomendación negativa en 2013.

- **Otros Asuntos:** Los inversores debido a que votan a distancia suelen rechazar cualquier punto de la Agenda que se refiera a “otros puntos del día”, ya que no pueden obtener sobre esto información con suficiente antelación y, por ende, no pueden tomar decisiones informadas, por tanto, así sea en Latinoamérica un asunto generalmente formal, todos los *Proxy Advisors*, e inversores institucionales extranjeros, rechazan de plano la inclusión de estos puntos en la agenda y votarán y/o recomendarán siempre en contra. Todas las propuestas bajo este tema han sido recomendadas negativamente tanto este año (32) como en 2013 (38).
- **Puntos conjuntos/Bundled:** Uno de los principales temas que toman en consideración inversores y *Proxy Advisors*, es que cada punto se vote por separado. Es frecuente encontrar en Latinoamérica que varios temas se voten en un mismo punto de la Agenda, como por ejemplo la elección de todos los miembros de la Junta Directiva y el Directorio más su remuneración o los Estados financieros. Esto automáticamente, al igual que en el punto anterior, provocará el rechazo de plano del punto a someter a votación, y los inversores votarán en contra y los *Proxy Advisors* recomendarán en el mismo sentido. Así es como encontramos que el 42.19% de los puntos de la Agenda en 2014 (27 de 64) fueron recomendados en contra vs 35.9% en 2013 (28 de 78), por estos motivos.

Chile

Han sido consideradas 16 empresas en el análisis del mercado chileno. Estas son: AES Gener S.A., AntarChile S.A., Banco de Crédito e Inversiones (BCI), Banco Santander Chile, Compañía Cervecerías Unidas S.A., Cencosud S.A., Banco de Chile, Empresas CMPC S.A., Empresas Copec S.A., CorpBanca, Empresa Nacional de Electricidad S.A. Endesa, Enersis S.A., S.A.C.I. Falabella, LATAM Airlines Group S.A., Sociedad Matriz SAAM S.A., y Sociedad Química y Minera de Chile S.A. SQM.

A continuación se presenta una tabla con el análisis de los temas mencionados:

Chile: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema
Directores y Otros Asuntos

Chile	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	25	1	26	0
Capital	3	1	9	3
Remuneración	44	0	38	0
Auditoría	21	2	28	0
Consejeros	27	5	2	11
Finanzas	21	0	8	0
Otros Asuntos	0	17	0	18
Puntos Conjuntos	6	0	18	2

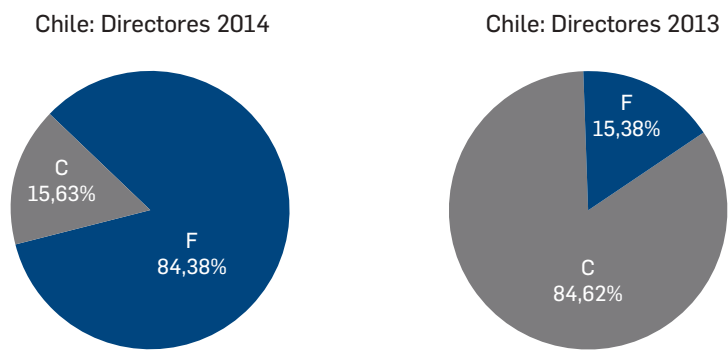
Chile: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema
Directores y Otros Asuntos

Chile	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	96,15%	3,85%	100,00%	0,00%
Capital	75,00%	25,00%	75,00%	25,00%
Remuneración	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Auditoría	91,30%	8,70%	100,00%	0,00%
Consejeros	84,38%	15,63%	15,38%	84,62%
Finanzas	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Otros Asuntos	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%
Puntos Conjuntos	100,00%	0,00%	90,00%	10,00%

Se observa que los temas en los cuales ha habido mayor peso de recomendaciones negativas son los Directores y Otros Asuntos. Relevante señalar que se observa una mejoría general en las recomendaciones de voto por parte del *proxy advisor* de referencia en 2014.

- Directores

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de referencia



En 2014, de 32 propuestas relativas al tema de la elección, reelección y ratificación de Directores, 5 propuestas han recibido recomendaciones no favorables por parte del *proxy advisor* de referencia (15.63%). Esta tendencia es absolutamente opuesta a 2013, ya que de 13 propuestas, 11 habían recibido una recomendación de voto no favorable (84.62%).

Chile se caracteriza por la estabilidad jurídica e iniciativas en temas de Gobierno Corporativo, y ha conservado la tendencia a destacarse frente a otros países hermanos en esta materia.

La regulación proferida en el año 2009⁹ ha fortalecido de manera importante el régimen de la transparencia y revelación de información, particularmente, en aquellos aspectos relativos a las Juntas Generales de Accionistas. Esta normatividad ha incentivado que los emisores emitan con mayor disciplina los denominados "*Proxy Statements*", es decir, la información relativa a las propuestas de resoluciones para las Juntas Generales de Accionistas.

En materia de voto se han visualizado avances, por ejemplo, los custodios podrán votar los valores bajo su custodia únicamente si han sido autorizados expresamente

9. Ley 20.382

para ello por el titular al momento de constituirse la referida custodia. En caso de no contar con dicha autorización, sólo podrán votar si han requerido instrucciones específicas al titular y en aquellos temas respecto de los cuales efectivamente las hubieren recibido.

Se incluye con esto la posibilidad de fraccionar el voto, incluso para temas como la elección de Consejeros, pudiendo llevar a cabo instrucciones de sus clientes, aun cuando no vayan en el mismo sentido.

Asimismo, Chile ha establecido la obligatoriedad de revelar los datos de las votaciones para cada uno de los puntos contemplado en el orden del día.

- **Otros Asuntos**

Como se ha presentado en la tabla anterior, la totalidad de las propuestas bajo la clasificación "Otros Asuntos" ha recibido recomendaciones de voto No Favorables.

Desafortunadamente en Chile, a pesar de los esfuerzos y grandes evoluciones que se han materializado en un nivel de activismo accionarial acaecido por preocupaciones relativas a temas de Gobierno Corporativo por parte de inversores domésticos y extranjeros, se mantiene la práctica de dejar temas abiertos en las Agendas de las Juntas o Asambleas de Accionistas. Como es de esperarse, y ya se ha explicado anteriormente, es un tema que se penaliza por parte de los *Proxy Advisors*, dada la problemática que podría surgir en un asunto a someter a aprobación de los accionistas, vinculante pero del cual no cuenta con información previa. El cien por cien de las sociedades analizadas incluyeron "otros asuntos" en las Agendas.

Perú

Han sido consideradas 11 empresas en el análisis del mercado peruano: Alicorp S.A.A., Banco de Crédito del Perú, BBVA Banco Continental S.A., Cementos Pacasmayo S.A.A., Compañía Minera Milpo S.A.A., Ferreycorp S.A.A., Grana Y Montero SAA, Refinería La Pampilla S.A.A Relapa, Sociedad Minera Cerro Verde SA, Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM) y Volcan Compañía Minera S.A.A.

Perú: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema
Directores y Puntos Conjuntos

Perú	2014		2013	
N. Empresas	11		10	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	6	1	6	0
Capital	0	1	1	2
Remuneración	3	0	3	0
Auditoría	14	0	11	0
Directores	28	3	0	2
Finanzas	9	0	2	0
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	6	2	9	2

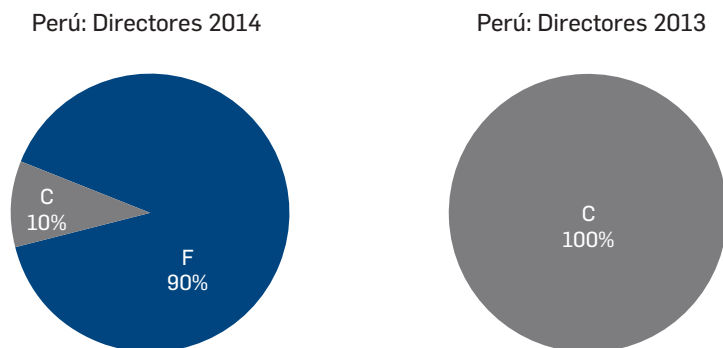
Perú: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema
Directores y Puntos Conjuntos

Perú	2014		2013	
N. Empresas	11		10	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	85,71%	14,29%	100,00%	0,00%
Capital	0,00%	100,00%	33,33%	66,67%
Remuneración	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Auditoría	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Consejeros	90,32%	9,68%	0,00%	100,00%
Finanzas	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	75,00%	25,00%	81,82%	18,18%

Se observa que los temas en los cuales ha habido mayor peso de recomendaciones negativas son aquellos que tocan el tema de los Directores y Puntos Conjuntos.

- Directores

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de referencia

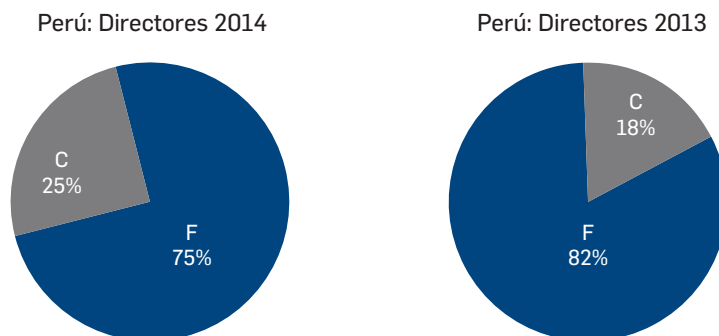


En el caso de la elección, reelección y ratificación de consejeros, es importante notar que en 2013 únicamente 2 puntos tocaban este tema en las empresas analizadas y que ambos han recibido recomendaciones de voto no favorables. En 2014, 31 puntos del orden del día de las empresas analizadas han tocado estos temas y de ellos, únicamente 3 han recibido recomendaciones no favorables por parte del *proxy advisor* de referencia.

Una de las grandes leyendas urbanas a nivel internacional, es que el sistema de elección de Directores en Perú es, por ejemplo, idéntico al de Voto di Lista en Italia en donde siempre se debe votar una Lista de Directores o lo que internacionalmente se denomina un *slate*. Una de las grandes ventajas de Perú es la posibilidad que tienen las sociedades de someter a la aprobación de los accionistas la elección individualizada de cada uno de los candidatos a ser elegidos o reelegidos en los Directorios, tanto los representantes de la sociedad como los representantes de las AFPs. De hecho, este año ISS ha hecho un reconocimiento a tres sociedades peruanas por revelar el nombre y los curriculum vitae de todos los candidatos con suficiente antelación facilitando la votación individual: Graña y Montero, Buenaventur, Refinería La pampilla y Ferreycorp.

- Puntos Conjuntos

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia



Los "Puntos Conjuntos" o *Bundled proposals* de las juntas o Asambleas analizadas para este mercado es uno de los problemas que se encuentran frecuentemente en el mercado Peruano.

Los Puntos Conjuntos detona automáticamente una recomendación en contra de los *Proxy Advisors* y en la mayoría de los casos un voto en contra por parte de los inversores activos en temas de Gobierno Corporativo. La razón es sencilla, se puede estar en desacuerdo por ejemplo en la elección del auditor, pero si este asunto se encuentra en el mismo punto de la agenda para aprobación junto con, por ejemplo la retribución del Directorio con la cual el inversor no comparte el punto de vista de la sociedad cotizada debido, por decir algo, al esquema de largo plazo o la falta de transparencia respecto del plan de incentivo por acciones, se le estaría a este ultimo obligando a votar a favor de dos temas cuando disiente de uno de ellos, por lo cual en general optaría por votar en contra. Los temas que con mayor frecuencia se incluyen en un mismo punto del orden del día en Perú son los siguientes:

- 1) Auditoría y Remuneraciones.
- 2) Temas relativos al Directorio y Remuneraciones.
- 3) Estados Financieros y temas relativos al Directorio.

Sin embargo, los *Proxy Advisors* han sido laxos todavía en este mercado pero hay que advertir que en el futuro cercano los inversores cada vez los serán menos debido al nivel de desarrollo y profundidad que cada vez más va obteniendo Perú. De estos puntos conjuntos, en 2014 la única categoría que ha recibido recomendaciones de voto no favorables por parte del *proxy advisor* de referencia es "Temas relativos al

Directorio y Remuneraciones". Dos (2) de cada tres (3) propuestas han sido recomendadas negativamente.

En Perú sigue habiendo dificultades como es el tema del voto transfronterizo, como sucede en la mayoría de los países de latinoamérica, ya que se requiere de un poder por parte de los accionistas para ejercer el voto a distancia. Aun así los inversores agradecerán el nuevo Código de Gobierno Corporativo aprobado en el año 2013 pero que salvo por las sociedades cotizadas, no ha tenido mayor impacto en materia de revelación de información a nivel de las empresas. Lo cierto es que al igual que en Europa, los Códigos locales suelen contar con estándares básicos que distan en alguna medida de lo que los *Proxy Advisors* e Inversores Institucionales extranjeros demandan en materia de Gobierno Corporativo.

Colombia

Han sido consideradas 16 empresas en el análisis del mercado colombiano. Estas son: Almacenes Exito S.A., Banco Davivienda S.A., Banco de Bogota, Bancolombia SA, Bolsa De Valores De Colombia S.A., Celsia S.A., Cementos Argos SA, Corporacion Financiera Colombiana SA, Ecopetrol S.A., Empresa de Energia de Bogota SA ESP, Grupo Argos SA, Grupo Aval Acciones y Valores S.A, Grupo de Inversiones Suramericana SA, Grupo Nutresa SA, Interconexion Electrica S.A. E.S.P. y Isagen S.A. E.S.P.

A continuación se presenta una tabla con el análisis de los temas mencionados:

Colombia: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Colombia	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	13	0	8	0
Capital	1	0		
Remuneración	10	0	10	0
Auditoría	17	0	21	0
Consejeros	26	10	30	10
Finanzas	29	0	35	0
Otros Asuntos	0	15	0	20
Puntos Conjuntos	11	4	12	6

Colombia: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

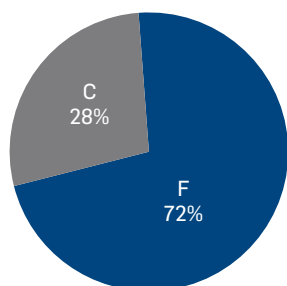
Colombia	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Capital	100,00%	0,00%		
Remuneración	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Auditoría	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Consejeros	72,22%	27,78%	75,00%	25,00%
Finanzas	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Otros Asuntos	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%
Puntos Conjuntos	73,33%	26,67%	66,67%	33,33%

Se observa que los temas en los cuales ha habido mayor peso de recomendaciones negativas son los miembros de la Junta Directiva y Otros Asuntos.

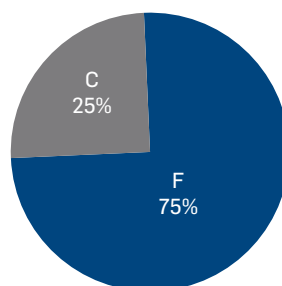
- Miembros de la Junta Directiva

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia

Colombia: Junta Directiva 2014



Colombia: Junta Directiva 2013



En general, para todos los puntos del orden del día del mercado colombiano que tocan el tema relativo a la Junta Directiva o como se denomina en otros mercados de

Latinoamérica (Directorio), se observa un aumento en el peso de las recomendaciones no favorables por parte del *proxy advisor* de referencia.

Si analizamos y detallamos los puntos que tocan el tema relativo a los candidatos a ser elegidos como miembros de la Junta Directiva, podemos observar que en las Asambleas o Juntas de accionistas del grupo de empresas analizadas, realizadas en Colombia en 2013 y 2014, se encuentran dos tipologías de puntos: aquellos que se enfocan en la conformación de algún comité especializado, y aquellos que se enfocan en la elección de los miembros del órgano de Gobierno o de administración como es conocido en dicho país.

El primer grupo ha recibido recomendaciones favorables por parte del *proxy advisor* de referencia, mientras que en el segundo grupo, nos encontramos con recomendaciones no favorables:

Colombia: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Colombia	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Total Junta Directiva	26	10	30	10
Comité	16	0	23	0
Miembros de la Junta Directiva	10	10	7	10

Colombia: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Colombia	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Total Junta Directiva	72,22%	27,78%	75,00%	25,00%
Comité	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Miembros de la Junta Directiva	50,00%	50,00%	41,18%	58,82%

Se observa que en la elección de los miembros de la Junta Directiva, el *proxy advisor* de referencia ha emitido recomendaciones de voto negativas en el 50% de los casos, es decir diez (10) de cada veinte (20) propuestas, situación que ha mejorado ligeramente desde el 2013, cuando 59% había recibido recomendaciones contrarias (10 de 17).

En Colombia sucede algo similar a lo que ocurre en el mercado peruano. Salvo Ecopetrol, las compañías no suelen dar suficiente información sobre los nombres de los candidatos a ser elegidos en la Junta Directiva. Aunque la única opción en Colombia es elegir una sola Lista de Candidatos, lo cierto es que tanto inversores como *Proxy Advisors* evalúan el balance de dicha lista, es decir, la presencia de miembros independientes, su idoneidad, la evaluación que se ha realizado sobre los mismos y la composición de los Comités. Es importante también señalar que la disponibilidad de que los documentos sobre la información de los miembros de la Lista a elegir esté disponible en idioma inglés.

- **Otros Asuntos**

Como se ha presentado en la primera tabla, la totalidad de las propuestas bajo la clasificación "Otros Asuntos" ha recibido recomendaciones de voto No Favorables. La explicación es idéntica a los argumentos enunciados para el mercado chileno.

México

Han sido consideradas 31 empresas en el análisis del mercado mexicano: Arca Continental S.A.B. de C.V., Alfa S.A.B. de C.V., Alpek S.A.B. de C.V., Alsea S.A.B. de C.V., América Móvil S.A.B. de C.V., Grupo Aeroportuario del Sureste S.A.B. de C.V., TV Azteca S.A.B. de C.V., Grupo Bimbo S.A.B. de C.V., Bolsa Mexicana de Valores S.A.B. de C.V., CEMEX S.A.B. de C.V., Grupo Comercial Chedraui S.A.B. de C.V., Grupo Elektra S.A.B. de C.V., Fomento Económico Mexicano S.A.B. de C.V., FEMSA, Grupo Aeroportuario del Pacífico S.A.B. de C.V., Grupo Financiero Inbursa S.A.B. de C.V., Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., Grupo México S.A.B. de C.V., Grupo Modelo S.A.B. de C.V., Gruma S.A.B. de C.V., Empresas Ica S.A.B. de C.V., Industrias CH S.A.B. de C.V., Kimberly-Clark de México S.A.B. de C.V., Coca-Cola FEMSA S.A.B. de C.V., Genomma Lab Internacional S.A.B. de C.V., El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V., Mexichem S.A.B. de C.V., Minera Frisco S.A.B. de C.V., OHL México S.A.B. de C.V., Industrias Penoles S.A.B. de C.V., Grupo Televisa S.A.B. y Wal-Mart de México S.A.B. de C.V.

A continuación se presenta una tabla con el análisis de los temas mencionados:

México: Número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

México	2014		2013	
N. Empresas	31		31	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	9	0	38	1
Capital	5	0	6	2
Remuneración	28	0	27	2
Auditoría	18	0	7	0
Consejeros	135	20	83	27
Finanzas	41	0	33	0
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	14	21	11	18

México: Porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

México	2014		2013	
N. Empresas	31		31	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	100,00%	0,00%	97,44%	2,56%
Capital	100,00%	0,00%	75,00%	25,00%
Remuneración	100,00%	0,00%	93,10%	6,90%
Auditoría	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Consejeros	87,10%	12,90%	75,45%	24,55%
Finanzas	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	40,00%	60,00%	37,93%	62,07%

Los temas que han recibido mayores recomendaciones negativas por parte del *proxy advisor* de referencia son aquellos relativos a los Consejeros y los Puntos Conjuntos.

En este caso es importante especificar que en los puntos que tocan los temas del Consejo se encuentran diversas propuestas, en las cuales algunas se enfocan en la organización de algún comité, en la elección de directores, combinadas con temas financieros o la aprobación de la gestión del órgano máximo de administración.

En cuanto a los Puntos Conjuntos o *Bundled*, estos incluyen los siguientes temas agrupados:

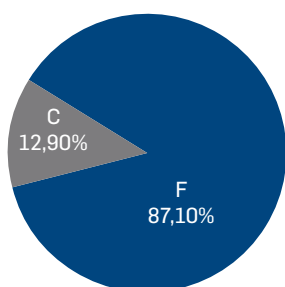
- Consejo y Remuneraciones;
- Asuntos Financieros y de Auditoría;
- Asuntos Financieros y Consejo;
- Asuntos Financieros y alocación de Dividendo.

De estos puntos conjuntos, en 2014 la única categoría que ha recibido recomendaciones de voto no favorables es "Consejo y Remuneraciones".

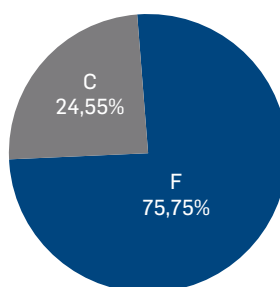
- Consejeros

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia

México: Consejeros 2014



México: Consejeros 2013



Se observa que en 2014 las recomendaciones de voto negativas han disminuido, pasando de 24,55% a 12,90%. A continuación un detalle del tipo de propuesta en materia de consejeros:

México: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

México	2014		2013	
N. empresas	31		31	
ISS	F	C	F	C
Total Consejo	135	20	83	27
Comité	43	9	25	15
Comité / Consejeros	1	5	0	1
Consejeros	87	6	54	11

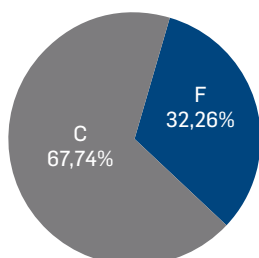
México: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

México	2014		2013	
N. empresas	31		31	
ISS	F	C	F	C
Total Consejo	87,10%	12,90%	75,45%	24,55%
Comité	82,69%	17,31%	62,50%	37,50%
Comité / Consejeros	16,67%	83,33%	0,00%	100,00%
Consejeros	93,55%	6,45%	84,38%	17,19%

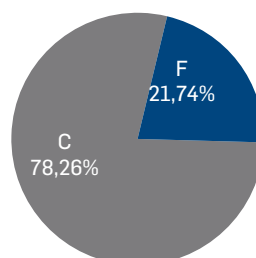
• Puntos Conjuntos

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia

México: Consejo y Remuneración 2014



México: Consejo y Remuneración 2013



México	2014		2013	
ISS	F	C	F	C
Consejo y Remuneraciones	10	21	5	18

En 2014, de 31 puntos de la Agenda hacían referencia tanto el tema de la elección, reelección y ratificación de Consejeros como el tema de su remuneración, 21 de ellas (67.74%) han recibido recomendaciones contrarias, mientras que el año anterior 18 de 23 recomendaciones (78.26%) han recibido este tipo de recomendaciones.

Brasil

Han sido consideradas 11 empresas en el análisis de este mercado: Ambev S.A., Banco Bradesco S.A., Banco Santander Brasil SA., Gerdau S.A., Itau Unibanco Holding S.A., Itausa Investimentos Itau S.A., JBS S.A., Oi S.A., Petroleo Brasileiro S.A. -Petrobras., Tim Participacoes S.A. y Vale S.A.

A continuación se presenta una tabla con el análisis de los temas mencionados:

Brasil: Número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Brasil	2014		2013	
N. Empresas	11		11	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	11	0	11	0
Capital	1	0		
Remuneración	1	8	3	7
Auditoría				
Consejeros	53	1	43	2
Finanzas	54	0	13	1
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	1	1	1	1

Brasil : Porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Brasil	2014		2013	
N. Empresas	11		11	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Capital	100,00%	0,00%		
Remuneración	11,11%	88,89%	30,00%	70,00%
Auditoría				
Consejeros	98,15%	1,85%	95,56%	4,44%
Finanzas	100,00%	0,00%	92,86%	7,14%
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%

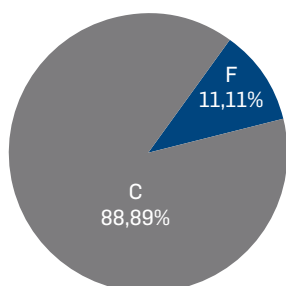
Los temas que han recibido mayores recomendaciones negativas por parte del *proxy advisor* de referencia son aquellos relativos a la Remuneración y los Puntos Conjuntos.

En cuanto a los Puntos Conjuntos o *Bundled*, en todos los casos estos se refieren a la agrupación de la elección de los miembros del Consejo y su Remuneración.

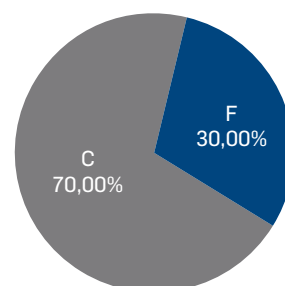
- Remuneración

Recomendaciones de voto por parte del Proxy Advisor de Referencia

Brasil: Remuneración 2014



Brasil: Remuneración 2013



Se observa que en 2014 las recomendaciones de voto negativas han aumentado, pasando de 70% a 88.89%.

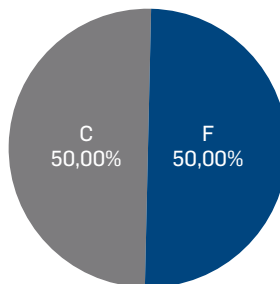
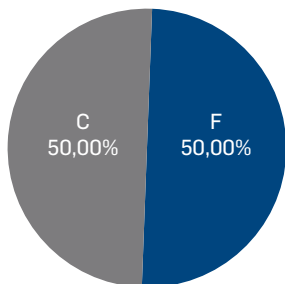
- **Puntos Conjuntos**

En cuanto a los Puntos Conjuntos o *Bundled*, se observa que las recomendaciones de voto en 2014 se mantienen iguales al 2013 y que únicamente se han realizado 2 Puntos Conjuntos por año, de los cuales uno ha sido recomendado a favor y uno en contra.

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia

Brasil: Consejo y Remuneración 2014

Brasil: Consejo y Remuneración 2013



Brasil	2014		2013	
	F	C	F	C
Consejo y Remuneraciones	1	1	1	1

- **Conclusión**

A continuación se presenta el total de recomendaciones de voto del *proxy advisor* de referencia para las 85 empresas analizadas de Chile, Perú, Colombia, México y Brasil.

Total: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

TOTAL	2014		2013	
	85		84	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	64	2	89	1
Capital	10	2	16	7
Remuneración	86	8	81	9
Auditoría	70	2	67	0
Consejeros	269	39	158	52
Finanzas	114	0	91	1
Otros Asuntos	0	32	0	38
Puntos Conjuntos	38	28	51	29

Total: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

TOTAL	2014		2013	
	85		84	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	96,97%	3,03%	98,89%	1,11%
Capital	83,33%	16,67%	69,57%	30,43%
Remuneración	91,49%	8,51%	90,00%	10,00%
Auditoría	97,22%	2,78%	100,00%	0,00%
Consejeros	87,34%	12,66%	75,24%	24,76%
Finanzas	100,00%	0,00%	98,91%	1,09%
Otros Asuntos	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%
Puntos Conjuntos	57,58%	42,42%	63,75%	36,25%

La implementación efectiva del Gobierno Corporativo no puede ni debe depender de iniciativas legislativas exclusivamente. Sin embargo, no es un secreto que en Latinoamérica deben gestarse ajustes a los marcos regulatorios.

Para contar con inversores de la talla de BlackRock, Fidelity, Vanguard, Calpers, TIAA-CREF, los marcos legales deben hacer énfasis en facilitar los mecanismos de comunicación entre emisores e inversores.

Si el legislador aun considera que estas economías no se encuentran preparadas para responder a esta demanda, no cabe la menor duda que las empresas comenzarán a autorregularse en ese aspecto de forma mucho más eficiente.

En Latinoamérica se echa de menos los *Proxy Statements*, la publicación de información relacionada con el gobierno de las empresas y los asuntos relativos a las Juntas Generales en sus páginas web corporativas.

Si se busca inversión extranjera, es un contrasentido pensar que la publicación de la convocatoria a la Junta General de accionistas en un diario de amplia circulación local es suficiente.

Aunque son muchos los temas a trabajar en términos de mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo, lo cierto es que, al menos, se deben realizar esfuerzos en los siguientes términos:

- 1) Las empresas Latinoamericanas deben habilitar sus páginas web para poner en conocimiento del mercado y, en particular, de sus accionistas la información relacionada con el Gobierno de la sociedad y, concretamente, la información relacionada con la Junta General de Accionistas.
- 2) La publicación de las propuestas de acuerdos para cada uno de los puntos del día facilita, entre otros aspectos, la concreción del ejercicio de voto a distancia o por vía de representación, ayudando al inversor a entender el alcance de las resoluciones propuestas, pudiendo tomar decisiones informadas.
- 3) La publicación de información adicional que soporte cada uno de los puntos de la agenda o de cualquier otra que sea de interés, como la asociada a las operaciones extraordinarias (fusiones, adquisiciones); políticas de remuneración de Consejeros y Ejecutivos; Estados financieros entre otros aspectos.
- 4) La gran tendencia es que la empresa latinoamericana tiende a tomar conciencia de la importancia de gobernarse bajo estándares internacionalmente aceptados, aunque aún nos enfrentamos a la realidad de que el debate, salvo en mercados como el brasilero o el chileno, se centra en aspectos extraordinariamente básicos.

- 5) Normas internacionales de información financiera, mecanismos idóneos de revelación de información no financiera, independencia y profesionalización de los Consejos y procesos de sucesión, son algunos de los aspectos de Gobierno Corporativo que en Latinoamérica requieren un debate profundo, tanto en a nivel jurídico como en el ámbito de la autorregulación. Y aunque parezca banal debido a las complejidades de la cadena de custodia, toda la información debe estar a disposición de los inversores en la página web en idioma inglés al menos 30 días antes de celebrarse cualquier operación corporativa, llámese Junta o Asamblea Ordinaria o Extraordinaria de Accionistas o cualquier otra análoga en donde los inversores extranjeros deban dar su aprobación.

3. EL PAPEL DE LAS FIRMAS DE AUDITORÍA EN LA GENERACIÓN DE CONFIANZA DE LOS STAKEHOLDERS

Hace ya más de una década que la eficacia de los sistemas de control interno y de Gobierno Corporativo de las compañías quedó en entredicho debido tanto a los numerosos escándalos financieros acontecidos en diversas compañías a nivel internacional, como a la crisis financiera vivida en los últimos años. Como consecuencia, ha quedado patente la relevancia de contar con sistemas de gobierno y control sólidos en las compañías, así como con mecanismos para una supervisión eficaz.

Tanto **órganos reguladores, como supervisores** de todo el mundo, en especial de Europa e Iberoamérica, se han manifestado al respecto, desarrollando normativa y recomendaciones¹⁰ encaminadas a proteger a los inversores mediante la adopción de medidas orientadas a impulsar la transparencia de las compañías, mejorando la calidad de la información financiera, promoviendo la independencia de los auditores y mejorando el Gobierno Corporativo de las compañías.

En esta misma línea, las **firmas de Auditoría** han evolucionado en los últimos años, pasando de adoptar un rol de supervisión en ámbitos de responsabilidad tradicionales como el aseguramiento de la información financiera de las compañías auditadas a convertirse en impulsores del Gobierno Corporativo de las mismas. Así, el asesoramiento en ámbitos ligados a la gestión de riesgos y control interno, entre otros servicios ofrecidos por las firmas auditoras, ha permitido ofrecer un apoyo integral a los Comités de Auditoría de las compañías y, por tanto, a sus Consejos de Administración, contribuyendo de ese modo a garantizar la confianza de los distintos grupos de interés.

10. Tales como: Basilea II y III, COSO II, Directivas de la Comisión Europea, Códigos de Buen Gobierno emitidos por diversos países, etc.

Asimismo, es importante reconocer la importancia de la **función de auditoría interna** en las compañías. La auditoría interna debe jugar un papel fundamental en la gobernabilidad corporativa, ofreciendo una auditoría independiente que proteja el negocio de los posibles riesgos a los que se enfrenta, en consonancia con el plan estratégico de cada compañía. En este sentido, debemos tener en consideración que el aumento del peso de este departamento es un fenómeno paralelo al aumento de los riesgos para las empresas, cuyo origen está ligado, por una parte, a la crisis y, por otra, a factores de carácter tecnológico, entre otros. Una buena auditoría interna es una forma de crear valor para la empresa, pues implica una gestión sofisticada del riesgo y un compromiso con su misión, visión y expectativas de los *stakeholders*. Así, gracias a ella se pueden anticipar necesidades, aumentando su efectividad, eliminando duplicidades e identificando las áreas de potencial mejora.

Tampoco podemos dejar de mencionar la importancia que han adquirido los **Comités de Auditoría** de las compañías auditadas, no solo en su papel de supervisor de la eficacia de los sistemas de control interno de las compañías, sino también en otros ámbitos clave en los que hasta hace poco tiempo no representaban una involucración significativa. Estos ámbitos abarcan mayores responsabilidades y, por tanto, nuevos retos para los Comités de Auditoría. A continuación mencionamos de manera resumida, algunas buenas prácticas identificadas, así como recomendaciones para los distintos ámbitos de responsabilidad de este comité¹¹, que sirven como palanca para la mejora de los modelos de Gobierno Corporativo de las compañías:

- Con respecto al **Reporting de la Información Financiera**:
 - Los Comités de Auditoría considerados *best practice* muestran amplio conocimiento y comprensión sobre las principales políticas y criterios contables, así como sobre otros aspectos relevantes para la fiabilidad de dicho *reporting*.
 - Los Comités suelen tener una estrecha relación con otros órganos de gobierno de la compañía involucrados en la elaboración de la información financiera, lo que les permite obtener un mejor entendimiento de la misma.
- Con respecto a la **Auditoría Interna**:
 - En general, la regulación vigente otorga a los Comités de Auditoría la **responsabilidad de supervisión de la función de Auditoría Interna**, participando en el establecimiento de objetivos, velando por su independencia y supervisando su efectividad, si bien aspectos como el **nivel de implicación de los Comités**

11. Fuente: Comités de Auditoría. Contexto Regulatorio, Buenas Prácticas y Tendencias. Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo año 2012.

de Auditoría en el nombramiento, destitución y remuneración del responsable de Auditoría Interna no ha sido regulado de manera homogénea.

- Las *best practice* identificadas recomiendan que los Comités de Auditoría se involucren activamente en tareas tales como evaluar la **capacitación de los recursos de auditoría interna**, así como la necesidad de cubrir nuevas capacidades o requerimientos de conocimiento de la misma que le permitan cumplir con los planes de auditoría.
- Los Comités otorgan una **gran importancia a la faceta asesora de los auditores internos**, dado el profundo conocimiento de estos sobre la compañía. Estos trabajos de asesoría implican, entre otros, trabajos de consultoría relacionados con la eficiencia de procesos, los programas de gestión de riesgos y otras iniciativas estratégicas que afectan al Gobierno Corporativo de las compañías.
- Con respecto a la **Auditoría Externa**:
 - Gran parte de los Comités de Auditoría son responsables del nombramiento del auditor externo, teniendo entre los criterios clave a considerar, la experiencia, los procedimientos de calidad dentro de la firma auditora, su presencia internacional o su reputación.
 - Las *best practice* identificadas involucran al Comité de Auditoría en la supervisión de la independencia del auditor externo, en la contratación y seguimiento de los trabajos realizados, así como en los honorarios por servicios contratados distintos a la auditoría.
 - Asimismo, una vez seleccionado el auditor externo, es aconsejable que el Comité de Auditoría conozca el alcance de los planes de auditoría, los riesgos que aborda, y que además esté informado sobre el progreso del trabajo y sus resultados.
 - Otra *best practice* consiste en evaluar, por parte del Comité, la materialidad considerada por los auditores, teniendo una opinión propia acerca de la misma.
- Con respecto a la **Gestión de Riesgos y Control Interno**:
 - Las tendencias en este ámbito están orientadas a incrementar las actividades de supervisión del Comité de Auditoría en relación con el funcionamiento del Sistema de Gestión de Riesgos, enfocándose en aspectos tales como el alcance de dicho Sistema, la definición de responsabilidades, los criterios de identificación y evaluación de riesgos, los responsables de los planes de respuesta, etc. Asimismo, se encuentra entre sus responsabilidades la supervisión de que la integración del Sistema de Gestión de Riesgos con el Sistema de Control Interno de la compañía, así como con el modelo de Gobierno Corporativo y cumplimiento de la misma se realice de manera adecuada, evitando duplicidades.

- Se identifica como una *best practice* el que el Comité mantenga reuniones con los Directivos clave en las áreas de Gestión de Riesgos, Cumplimiento y Control Interno, además de trabajar en equipo con otros órganos de gobierno de la compañía.
- Por otro lado, los Comités de Auditoría considerados *best practice* realizan la supervisión de todo tipo de riesgos de la compañía, incluyendo aquellos relacionados con el fraude, enfocándose en las medidas implementadas para minimizar el riesgo, protegiendo de este modo la reputación de las empresas, reduciendo su exposición a sanciones y contribuyendo, en definitiva, a la mejora de su Gobierno Corporativo.

3.1. Situación de los países iberoamericanos en relación con la Auditoría

Con el fin de profundizar en el papel de la función de auditoría en las compañías Iberoamericanas, se han analizado los Códigos de Buen Gobierno y equivalentes de algunos de los países de la región¹². Es destacable que todos ellos hacen hincapié en la importancia de la existencia de un efectivo sistema de control en el seno de las compañías, tanto a nivel interno como externo, como palancas para la mejora del Gobierno Corporativo de las compañías.

Respecto a la auditoría externa, la mayoría de los Códigos se centran en aspectos ligados al aseguramiento de la independencia de los equipos de auditoría, recomendando medidas tales como la rotación obligatoria del equipo de auditoría al menos cada cinco años, el control de potenciales conflictos de interés derivados de la prestación de servicios distintos a la auditoría o la limitación de los honorarios de la firma auditora.

Asimismo, la mayor parte de los Códigos refleja la importancia de la existencia de una función de auditoría interna que implante y evalúe los controles internos necesarios para el adecuado funcionamiento de cada compañía y supervise el cumplimiento de las normas y procedimientos establecidos por las mismas. En el caso de Perú, el auditor interno asume además la tarea de asegurar la eficacia del sistema de gestión de riesgos. Algunos Códigos recomiendan que el auditor interno reporte al Comité de Auditoría y otros, sugieren la dependencia directa del Consejo de Administración o, también denominado en varios países de Iberoamérica, Directorio.

Los Códigos de Brasil, Colombia, México y Perú hacen énfasis en la necesidad de crear un Comité de Auditoría que supervise el trabajo de los auditores internos y

12. Se han analizado los Códigos de Buen Gobierno de Brasil, Colombia, México y Perú, así como la norma 341 para la difusión de información respecto de los estándares de Gobierno Corporativo de Chile.

externos, asegurando la independencia y objetividad de estos últimos. Adicionalmente, México hace mención a la figura del Comisario, encargado de revisar tanto los estados financieros como la aplicación de las políticas contables, pero de forma independiente a los auditores internos y externos.

En los cuadros siguientes se muestra un resumen de los aspectos contenidos en los Códigos de Buen Gobierno, o equivalentes, relativos a la auditoría externa, auditoría interna y comités de auditoría, por ser considerados actores clave en el buen gobierno de las compañías.

Cuadro resumen de recomendaciones de Buen Gobierno en Iberoamérica en materia de auditoría externa, auditoría interna y Comités de Auditoría

	Brasil ^{1/}	Chile ^{2/}	Colombia ^{3/}	México ^{4/}	Perú ^{5/}
Auditoría externa	<p>Sometimiento de los estados contables de las compañías a la auditoría de un auditor externo independiente que cumpla, entre otras, las siguientes funciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Verificación de la veracidad de los estados contables de la compañía. • Discusión de las principales políticas contables con el Comité de Auditoría o la Junta Directiva. • Comunicación de deficiencias importantes, fallos significativos en los controles y procedimientos internos y casos de discordancias con la Gerencia al Comité de Auditoría o la Junta Directiva. • Evaluación de riesgos y potenciales fraudes. <p>Establecimiento de reglas formales por parte de la Junta Directiva para la aprobación de la prestación de servicios profesionales diferentes a la auditoría por parte de la firma auditora.</p> <p>Contratación del auditor externo por un periodo predefinido, tras una evaluación por parte del Comité de Auditoría y/o la Junta Directiva sobre su independencia y rendimiento. Además se deberá asegurar su independencia anualmente.</p>	<p>Organización de reuniones periódicas (cada seis meses como mínimo) del Directorio con el auditor externo con el fin de determinar el plan anual de auditoría, las deficiencias graves detectadas, los resultados del plan anual y posibles conflictos de interés en la relación con la empresa auditora.</p>	<p>Plazo máximo de contratación de la firma que ejerce la Revisoría Fiscal oscila entre cinco y diez años, y cuando se trate de una persona natural no vinculada a una firma, el plazo máximo de contratación es de cinco años. Se promueve la rotación del socio de la firma de Revisoría Fiscal asignado a una sociedad y sus equipos de trabajo a la mitad del periodo, a cuya finalización debe producirse obligatoriamente la rotación de la firma. En adición a la prohibición vigente de no contratar con el Revisor Fiscal servicios profesionales distintos a los de la propia auditoría, se extiende esta limitación a las personas o entidades vinculadas con la firma de Revisoría Fiscal.</p>	<p>Contratación de una firma de auditoría cuyos honorarios por todos los servicios prestados a la sociedad no superen el 10% de los ingresos totales de dicha firma de auditoría.</p> <p>Rotación del equipo de auditoría al menos cada cinco años.</p>	<p>Designación del auditor externo por parte de la Junta General de Accionistas, a propuesta del Directorio.</p> <p>Información a la Junta General de Accionistas en caso de contratación de la firma auditora para la prestación de servicios diferentes a la auditoría de cuentas.</p> <p>Contratación de una misma firma de auditoría para todas las empresas que pertenezcan al mismo Grupo.</p> <p>Rotación del equipo de auditoría al menos cada cinco años.</p>

Cuadro resumen de recomendaciones de Buen Gobierno en Iberoamérica en materia de auditoría externa, auditoría interna y Comités de Auditoría (cont.)

	Brasil ^{1/}	Chile ²	Colombia ³	México ⁴	Perú ⁵
Auditoría interna	<p>Rotación de la firma de auditoría al menos cada cinco años.</p> <p>Establecimiento de la figura de auditoría interna que asuma entre sus responsabilidades la supervisión del Sistema de Control Interno y de las normas y procedimientos establecidos por la compañía. Su trabajo debe estar perfectamente alineado con la estrategia de la organización.</p> <p>En caso de tercerizar esta actividad, los servicios de auditoría interna no deben ser ejercidos por la misma empresa que presta servicios de auditoría independiente.</p>	-	<p>Se revela, como información pública, el monto total del contrato con el Revisor Fiscal así como la proporción que representan los honorarios pagados por la sociedad frente al total de ingresos de la firma relacionados con su actividad de revisoría fiscal.</p> <p>La AI realiza una labor de monitoreo dirigida a garantizar la eficacia de la Arquitectura de Control, en especial en relación con la información financiera generada por la sociedad.</p> <p>La AI Cuenta con un Estatuto de Auditoría interna, aprobado por el Comité de Auditoría, en el que se señala el alcance de sus funciones.</p> <p>La AI mantiene una relación de independencia profesional respecto a la Alta Gerencia de la sociedad o Conglomerado que lo contrata, mediante su dependencia funcional exclusiva del Comité de Auditoría.</p>	<p>Establecimiento de un área de auditoría interna cuyo plan de trabajo sea aprobado por el Consejo de Administración.</p> <p>Sometimiento a la aprobación del Consejo de Administración las políticas y criterios contables utilizados para la elaboración de la información financiera de la sociedad.</p> <p>Dependencia directa del Directorio, por lo que su nombramiento y cese corresponde al Directorio, a propuesta del Comité de Auditoría.</p> <p>Reporte por parte del auditor interno al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas.</p>	<p>Establecimiento de la figura del auditor interno, que debe contar con los conocimientos y/o experiencia previa necesarios para la realización de su trabajo y actuar con independencia, realizando labores de auditoría de forma exclusiva.</p> <p>Entre sus funciones se incluyen el aseguramiento de la validez de la información financiera y el cumplimiento normativo de la sociedad.</p> <p>Dependencia directa del Directorio, por lo que su nombramiento y cese corresponde al Directorio, a propuesta del Comité de Auditoría.</p> <p>Reporte por parte del auditor interno al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas.</p>

Cuadro resumen de recomendaciones de Buen Gobierno en Iberoamérica en materia de auditoría externa, auditoría interna y Comités de Auditoría (cont.)

	Brasil ^{1/}	Chile ²	Colombia ³	México ⁴	Perú ⁵
Comité de Auditoría	<p>Establecimiento de un Comité de Auditoría encargado de recomendar a la Junta Directiva la contratación, remuneración y sustitución del auditor independiente y que trate los siguientes temas con los auditores independientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Criterios contables a utilizar. • Uso de reservas y provisiones. • Estimativos y criterios relevantes utilizados en la elaboración de los estados contables. • Métodos de evaluación de riesgo y resultado de esas evaluaciones. 	-	<p>En la sociedad el nombramiento así como la remoción del responsable de auditoría interna es una responsabilidad de la Junta Directiva, a propuesta del Comité de Auditoría, y su remoción o renuncia es comunicada al mercado.</p> <p>Funciones asignadas al Comité de Auditoría:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Supervisar los servicios de Revisoría Fiscal, lo cual incluye evaluar la calidad y efectividad de éstos. • Conocer y evaluar el proceso de preparación, presentación y revelación de información financiera. • Verificar que la información periódica que se ofrezca al mercado se elabore conforme a los mismos principios y prácticas profesionales que las cuentas anuales, supervisando esa información antes de su difusión. • Proponer a la Junta Directiva, la estructura, procedimientos y metodologías necesarios para el funcionamiento del sistema de control interno. • Conocer y evaluar el sistema de control interno de la sociedad. • Evaluar e informar a la Junta Directiva las situaciones de conflicto de interés, temporal o permanente, en las que pueda estar inmerso, directa o indirectamente o a través de parte vinculada, un accionista significativo, miembros de la Junta Directiva y la Alta Gerencia, haciendo las propuestas necesarias para administrar la situación. • En el caso de Conglomerados financieros, evaluar e informar a la Junta Directiva de la sociedad matriz sobre los posibles conflictos de interés que puedan surgir entre ésta y las empresas subordinadas o de éstas entre sí, o con sus Administradores y vinculados, haciendo las propuestas necesarias para administrar la situación. 	<p>Establecimiento de un órgano intermedio* que asuma, entre otras, las siguientes funciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Presentar al Consejo de Administración los candidatos para realizar la auditoría externa, sus condiciones de contratación, alcance del trabajo... • Interactuar con el Consejo de Administración y los auditores externos. • Asegurar la independencia y objetividad de los auditores externos. • Coordinar y revisar el trabajo del auditor externo, el interno y el Comisario. 	<p>Establecimiento de un Comité de Auditoría que supervise el trabajo del auditor externo, así como el cumplimiento de las normas de independencia legal y profesional.</p>

Cuadro resumen de recomendaciones de Buen Gobierno en Iberoamérica en materia de auditoría externa, auditoría interna y Comités de Auditoría (cont.)

	Brasil ^{1/}	Chile ^{2/}	Colombia ^{3/}	México ^{4/}	Perú ^{5/}
Comité de Auditoría	<p>Principales riesgos.</p> <ul style="list-style-type: none"> Objetivos de la auditoría. Deficiencias relevantes. Efectos de factores externos. 		<ul style="list-style-type: none"> Con carácter previo a su autorización por la Junta Directiva, examinar e informar a ésta sobre las operaciones que la sociedad realice, directa o indirectamente, con miembros de la Junta Directiva, Accionistas Controlantes y Significativos, miembros de la Alta Gerencia, operaciones entre empresas del Conglomerado o personas a ellos vinculadas, que por su cuantía, naturaleza o condiciones revistan un riesgo para la sociedad o el Conglomerado. Seguimiento periódico del grado de cumplimiento del Código de Ética y la eficacia del sistema de denuncias anónimas o "whistleblowers", evaluando las actuaciones antiéticas que se presenten y el contenido de las denuncias efectuadas, haciendo a la Junta Directiva las recomendaciones pertinentes. 	<p>Contribuir en la definición de los mecanismos generales del control interno.</p>	

1/ Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

2/ Norma de carácter general nº 341, que establece normas para la difusión de información respecto de los estándares de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas, Superintendencia de Valores y Seguros.

3/ Nuevo Código de Mejores Prácticas Corporativas – Código País, Superintendencia Financiera de Colombia.

4/ Código de Mejores Prácticas Corporativas, Consejo Coordinador Empresarial.

5/ Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, Comité de Actualización de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas.

* El Código no recoge específicamente la denominación de "Comité de Auditoría", pero dadas las funciones asignadas al órgano intermedio, este se comporta como tal.

3.2. Independencia de los auditores

Los Órganos de Administración de las compañías, como responsables últimos de la buena marcha y sostenibilidad de la empresa, asumen entre sus competencias el nombramiento y supervisión de la actividad de los auditores externos o la preservación de su independencia, siendo este último un ámbito ampliamente debatido y regulado a nivel internacional. Así, atendiendo a la normativa y recomendaciones de buen gobierno de algunos de los principales órganos reguladores y supervisores¹³, se establecen, entre otras, las siguientes medidas/principios para fomentar el aseguramiento de la independencia del auditor externo:

- Total independencia mental y de criterio del auditor, quien, por ningún motivo, debe tener relación directa con la sociedad cuya información contable es objeto de la auditoría o con otras sociedades vinculadas económicamente a aquella de la que es auditor.
- Desarrollo de un Comité de Auditoría formado por directores independientes que asuma entre sus funciones la de supervisar la actividad e independencia del auditor externo.
- Celebración de reuniones periódicas entre los miembros del Comité de Auditoría y los auditores externos sin la presencia de los administradores.
- Aseguramiento por parte del Comité de Auditoría de que los servicios complementarios prestados por el asesor externo no comprometen la calidad u objetividad de la auditoría.
- Evaluación de la independencia y desempeño del auditor externo antes de su renovación.
- Rotación de la firma de auditoría o del socio de auditoría periódicamente.
- Establecimiento de la remuneración del auditor externo de forma independiente a los resultados de su trabajo de auditoría o a los estados contables sujetos a la auditoría.

3.3. Palancas clave para que las firmas auditoras maximicen el valor de las compañías

Más allá de las actuaciones que las compañías sujetas a una auditoría puedan desarrollar para asegurar su credibilidad en los mercados, es vital una actuación diligente por parte de las propias firmas de auditoría. Estas juegan un papel esencial en el correcto funcionamiento de los sistemas financieros y, por tanto, han de asumir el firme compromiso de prestar servicios de calidad y dar cumplimiento a los requerimientos

13. Principios de independencia del auditor de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, Papel Blanco del Gobierno Corporativo en América Latina, Códigos de Buen Gobierno de diversos países, etc.).

y estándares existentes en relación con su actividad. De este modo, se han identificado seis palancas clave para asegurar la consecución de este compromiso por parte de las firmas auditoras (Gráfico 1):

- 1) **Asunción de responsabilidades desde el más alto nivel:** es importante que el liderazgo provenga del máximo nivel (presidente y/o Consejo de Administración de las firmas auditoras), quienes deben actuar como impulsores de la implantación y asentamiento de una cultura interna orientada a la calidad en todos los profesionales de auditoría, a través de políticas y procedimientos entre otras herramientas.
- 2) **Establecimiento de requerimientos éticos:** debido a que la normativa aplicable a la profesión del auditor no regula todos los comportamientos existentes, es recomendable que las firmas de auditoría desarrollen un código ético/de conducta que sea distribuido entre todos sus empleados y cuyo cumplimiento les sea exigido de forma rigurosa, implantando herramientas de monitorización tales como un Comité de Ética o un canal de denuncias.
- 3) **Implantación de un sistema para la aceptación de clientes:** es clave el desarrollo, por parte de las compañías auditoras, de un procedimiento que permita identificar aquellos clientes sobre los que no exista ninguna duda en cuanto a su integridad, reputación y origen de sus fondos. Para ello, es esencial que éstas lleven a cabo una evaluación del riesgo de los clientes potenciales antes de su aceptación (o una re-evaluación en el caso de los clientes recurrentes) a través de herramientas informáticas y/o figuras que permitan valorar si el perfil de riesgo es asumible para la compañía auditora o si existe algún conflicto de interés con la empresa a auditar.
- 4) **Aseguramiento de la idoneidad de los perfiles profesionales:** la calidad del trabajo viene determinada en gran medida por la calidad de los profesionales que lo ejecutan, es por ello que las firmas auditoras deben asumir el firme propósito de atraer, formar y retener a los perfiles más adecuados a las demandas de los clientes y al marco regulatorio existente. De esta forma, el área de Recursos Humanos asume una función clave en el reclutamiento, seguimiento (a través de evaluaciones, *feedback* y *coaching* continuo) y formación de los empleados.
- 5) **Disposición de una metodología estándar y contrastada:** es recomendable que las firmas de auditoría cuenten con una metodología de trabajo adaptada a los riesgos de auditoría existentes, a la legislación aplicable a cada encargo y cliente y a la normativa interna de la compañía, de forma que guíe las actuaciones de sus profesionales, para que estas se realicen de manera uniforme, pero siempre adaptándose a las especificaciones inherentes a cada uno de los casos. Contar con una metodología estándar de auditoría a nivel global se traduce además en una mejor capacidad para organizar con rapidez equipos

multinacionales de auditoría, a menudo requeridos por los clientes. Para una mayor efectividad, es conveniente que el *software* utilizado por las compañías auditoras se adapte a la metodología definida.

- 6) **Establecimiento de un sistema de seguimiento interno:** en línea con las exigencias del estándar ISQC1 (*International Standard on Quality Control 1*) y de la normativa local aplicable a los trabajos de auditoría en cada país, resulta clave la implantación de un sistema de control que permita determinar la correcta aplicación de las políticas y procedimientos establecidos local y globalmente por la firma de auditoría, así como la normativa aplicable a cada trabajo. Dicho sistema podrá realizarse a través de revisiones internas y/o externas periódicas de los trabajos llevados a cabo y permitirá identificar posibles debilidades y recomendaciones de mejora en los trabajos realizados o garantizar la correcta ejecución de las auditorías.

Gráfico 1



Fuente: Gráfico del autor.

Por último, en el marco del “buen hacer” por parte de las compañías auditoras y su papel esencial en los mercados globales, es destacable mencionar que, tal y como afirmó el que fuera Superintendente del Mercado de Valores de Panamá, Alejandro Abood Alfaro, “...el Gobierno Corporativo es aquel que, a través de políticas sanas y buenas prácticas, genera un flujo de información veraz y comprensible, tanto al regulador, como a los participantes del mercado, y, en especial, a los inversionistas, quienes tienen el derecho de conocer en detalle la real situación de las empresas cotizadas”¹⁴.

3.4. Conclusiones con respecto al papel de las firmas de Auditoría

La relevancia de contar con sistemas de gobierno y controles sólidos en las compañías ha sido interiorizado por la mayoría de sociedades cotizadas, las cuales vienen implementando en los últimos años medidas orientadas a incrementar la transparencia, mejorar la calidad de la información financiera, promover la independencia de los auditores y mejorar, en definitiva, el Gobierno Corporativo de sus compañías.

La evolución de las firmas de Auditoría ha ido de la mano con los cambios acontecidos en el entorno y son considerados una palanca de apoyo integral para los Comités de Auditoría de las compañías.

En este sentido, es importante resaltar que los Comités de Auditoría han adquirido en los últimos años un papel clave en la mejora de los modelos de Gobierno Corporativo de las sociedades, asumiendo nuevos retos y responsabilidades, principalmente en los siguientes ámbitos:

- Reporting de la información financiera.
- Supervisión de la función de Auditoría Interna.
- Responsabilidad sobre el nombramiento del Auditor Externo e involucración en la supervisión de su independencia, contratación y seguimiento de los trabajos realizados, entre otros.
- Incremento de las actividades de supervisión en materia de gestión de riesgos y control interno, abordando temas relacionados con el alcance del Sistema de gestión de riesgos, definición de responsabilidades, criterios de identificación y evaluación de riesgos, etc.

Las actuaciones realizadas por los países Iberoamericanos en lo que respecta al desarrollo de medidas que contribuyan a mejorar el Gobierno Corporativo de las compañías,

14. Discurso de bienvenida a la reunión técnica de trabajo “Estudio del Gobierno Corporativo de las empresas cotizadas”, celebrada en Panamá el 19 de marzo de 2014.

no difiere de las tendencias internacionales, si bien su grado de evolución se encuentra en una fase más incipiente. Aspectos como la existencia de un efectivo sistema de control en el seno de las compañías, el aseguramiento de la independencia de los equipos de auditoría, el control de potenciales conflictos de interés o la importancia de la existencia de una función de auditoría interna son algunos de los aspectos que más se tratan en los Códigos de Gobierno Corporativo de estos países.

En la línea del buen gobierno, más allá de las actuaciones realizadas por las compañías para incrementar su transparencia y asegurar su credibilidad en los mercados, las firmas de Auditoría desarrollan una serie de actuaciones, tales como:

- La asunción de responsabilidades desde el más alto nivel, debiendo provenir el liderazgo del presidente y/o Consejo de Administración de la firma auditora.
- Establecimiento de requerimientos éticos mediante el desarrollo de un código ético/de conducta de la firma auditora, que sea de aplicación para todos sus empleados.
- Implantación de un sistema para la aceptación de clientes que contemple la evaluación del riesgo de los clientes potenciales antes de su aceptación.
- Aseguramiento de la idoneidad de los perfiles profesionales que forman parte de la firma auditora.
- Disposición de una metodología estándar y contrastada, con capacidad para adaptarse a las especificaciones inherentes de cada encargo y cliente.
- Establecimiento de un sistema de seguimiento interno, que permita determinar la correcta aplicación de las políticas y procedimientos establecidos local y globalmente por la firma de auditoría.

4. EL PAPEL DE LOS BANCOS DE INVERSIÓN EN LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Tal y como se ha comentado anteriormente, los numerosos escándalos financieros y la crisis de los últimos años han llevado a una cierta desconfianza, por parte de la sociedad, sobre la efectividad de los sistemas de Gobierno Corporativo de las compañías. Muchos han sido los que han señalado a las entidades financieras como principales responsables de esta situación y, más concretamente, a los bancos de inversión, fruto, en gran medida, de sucesos tan sonados como la caída de Lehman Brothers o la estafa piramidal de Madoff. En este contexto, el sector de la banca de inversión se ha visto en la necesidad de llevar a cabo un importante proceso de transformación de su Gobierno Corporativo, fomentando así un mayor grado de confianza por parte de los distintos grupos de interés y dando respuesta a sus mayores exigencias de transparencia.

Para hablar del papel de los bancos de inversión en la mejora del Gobierno Corporativo, es importante abordarlo desde **dos perspectivas**:

- **Desde la perspectiva de los propios bancos de inversión como entidades que buscan satisfacer las necesidades y expectativas de sus grupos de interés y, en especial, de los inversores y reguladores/supervisores:**

Para satisfacer las necesidades del primer grupo de interés (inversores), los bancos de inversión se han visto en la necesidad de desarrollar prácticas adecuadas en materia de buen gobierno, que han implicado incluso cambios en su estrategia de negocio. En este nuevo entorno, las áreas de gestión de riesgos y/o las Comisiones de Riesgos de los bancos de inversión han adquirido un papel esencial como generadores de confianza y de una mejor reputación de las mismas.

Por otro lado, para entender la importancia otorgada por los bancos de inversión a los reguladores/supervisores, es importante recordar que la banca de inversión se ha convertido en un sector altamente regulado, sujeto a una normativa y recomendaciones cada vez más exigentes en materia de buen gobierno. Dicha normativa se ha orientado hacia el establecimiento de medidas por parte de los bancos de inversión para prevenir y mitigar posibles conflictos de interés, promover un mayor conocimiento del cliente, fomentar la creación de un Comité de Riesgos e impulsar el establecimiento de sistemas de remuneración equilibrados.

- **Desde la perspectiva de los propios bancos de inversión como promotores del buen gobierno de otras compañías:**

Desde esta perspectiva, los bancos de inversión estudian detenidamente los sistemas de Gobierno Corporativo de las compañías antes de invertir en ellas y promueven prácticas encaminadas a un buen gobierno entre las empresas a las que proporcionan asesoramiento en procesos como los de salida a Bolsa o de fusiones y adquisiciones. Es un hecho cierto que las empresas con un buen Gobierno Corporativo atraen valoraciones más altas entre los potenciales inversores y otros grupos de interés. A menudo los inversores rehúyen de empresas cuyos niveles de *disclosure* en la información reportada carecen de la necesaria transparencia y fiabilidad para la adecuada toma de decisiones, así como de las compañías que muestran cierto grado de opacidad en lo relacionado con sus sistemas de gobierno, la aplicación de sus políticas corporativas, los mecanismos de control para una apropiada gestión de los riesgos existentes, etc., al ser su propia reputación la que entra en juego.

4.1. Principios de Gobierno Corporativo en el sector de la banca de inversión

Como prueba de la creciente relevancia concedida por los bancos de inversión al Gobierno Corporativo, hemos analizado cinco bancos de referencia a nivel internacional en relación con su Sistema de Gobierno Corporativo, identificando en todos los casos unos principios corporativos que rigen el marco de su actividad diaria. Estos principios vienen detallados, por lo general, en un documento denominado Directrices/Principios de Gobierno Corporativo, hecho público por las compañías en sus páginas web corporativas. Las Directrices giran en torno a ocho ámbitos de buen gobierno:

- 1) **Composición del Consejo:** la mayoría de bancos de inversión establece como principio que el Consejo de Administración esté compuesto por consejeros que cuenten con un adecuado perfil para el desempeño de su cargo. Por otro lado, cada banco de inversión establece el número óptimo de consejeros que deben formar parte del órgano, situándose en un rango de entre 5 y 18 consejeros.
- 2) **Independencia de los miembros del Consejo:** en términos generales, los bancos de inversión establecen en sus principios de Gobierno Corporativo que la mayoría de los consejeros deben ser independientes, considerando como tales a aquellos que cumplan los estándares de independencia de la Bolsa de Nueva York. Dichos estándares giran en torno a las relaciones materiales y familiares con la compañía, ya sean de forma directa o indirecta. Incluso, alguno de los bancos de inversión analizados establece una cuota mínima de consejeros independientes en el Consejo de dos tercios del total. Algunos bancos establecen, además, que todos los miembros de la Comisión de Riesgos deberán ser consejeros no ejecutivos y los del resto de comisiones deberán ser consejeros independientes.
- 3) **Criterios de selección de consejeros:** por lo general, los bancos de inversión cuentan entre sus Órganos de Administración con una Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos, responsable de proponer los candidatos a consejero según los criterios establecidos por el Consejo, quien asume la responsabilidad última de la selección de consejeros.
- 4) **Edad de jubilación de los consejeros:** la mayoría de los bancos de inversión establece un límite de edad de jubilación para sus consejeros situado en un rango entre los 72 y los 75 años, si bien, estos podrían ser reelegidos en caso de que el Consejo y/o la Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos lo considerasen conveniente.
- 5) **Plan de sucesión del Consejero Delegado (CEO):** el Consejo de Administración, en colaboración con la Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos, deberá revisar anualmente el plan de sucesión del CEO, evaluando potenciales sucesores. En este sentido, el CEO deberá proponer y evaluar, también con

carácter anual, posibles sucesores, estableciendo cualquier plan de formación o desarrollo que considere conveniente para cada una de estas personas.

- 6) **Remuneración del Consejo de Administración:** la retribución deberá ser razonable respecto al nivel de dedicación exigido y la responsabilidad asumida por los consejeros y lo suficientemente atractiva para atraer y retener a los mejores profesionales. Esta será revisada periódicamente por la Comisión de Retribuciones o la de Gobierno Corporativo y Nombramientos y aprobada por el Consejo de Administración. La mayoría de los bancos establece que solo los consejeros no ejecutivos deben recibir retribución por su pertenencia al Consejo. De este modo, los consejeros ejecutivos percibirán exclusivamente las cuantías ligadas al desempeño de sus funciones como empleados de la compañía. Asimismo, establecen que una proporción importante de la retribución total de los consejeros no ejecutivos debería repartirse en forma de acciones, con el fin de alinear sus intereses con los de los accionistas (una de las compañías establece un mínimo de dos tercios de la retribución en forma de acciones).
- 7) **Evaluación del Consejo:** el Consejo de Administración y sus comisiones deberán ser evaluadas de manera formal anualmente, ya sea por la Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos o a través de una autoevaluación bajo la supervisión de esta comisión y/o del *Lead Independent Director*. Respecto a la evaluación del Consejero Delegado (CEO) esta deberá ser realizada por el Consejo y/o la Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos y los resultados obtenidos deberán ser considerados a la hora de establecer su retribución.
- 8) **Comisiones:** el Consejo podrá contar con la ayuda de comisiones que operen bajo su supervisión en el desempeño de sus funciones. Las comisiones más comunes entre los bancos de inversión son la Comisión de Auditoría, la de Retribuciones, la de Gobierno Corporativo y Nombramientos y la de Riesgos, si bien el Consejo de Administración podrá solicitar la constitución de otras comisiones adicionales para tratar cuestiones específicas de alto interés para la entidad.

Estos principios son comunes a la mayoría de las entidades que pertenecen al sector de la Banca de Inversión, si bien cada uno cuenta con sus propias particularidades y matices. Como se puede observar, dentro del proceso de transformación del Gobierno Corporativo de los bancos de inversión, estos han incorporado en su actividad diaria principios de buen gobierno alineados con las tendencias internacionales y demandas de los grupos de interés.

4.2. Conclusiones con respecto a los Bancos de Inversión

El sector de la banca de inversión ha sufrido un proceso de transformación en su Sistema de Gobierno Corporativo muy relevante en los últimos años, tras los escándalos

financieros y la crisis económica internacional. Dicho proceso ha sido abordado por la banca desde dos perspectivas:

- En su rol de entidades que buscan satisfacer las necesidades y expectativas de sus grupos de interés. Bajo esta perspectiva, la banca de inversión muestra un interés creciente por contar con sistemas de Gobierno Corporativo sólidos y en línea con las últimas tendencias, tanto para dar cumplimiento a la regulación existente, como por cuidar su propia reputación.
- En su rol como asesores en operaciones de capitalización, salidas a Bolsa, fusiones o adquisiciones de compañías, los bancos, alineados con las demandas de sus potenciales inversores, estudian los sistemas de Gobierno Corporativo de las empresas y promueven el desarrollo de buenas prácticas en este ámbito.

Por último, deseamos destacar que los bancos de inversión han ido incorporando prácticas de buen gobierno en su actividad diaria. Prueba de ello es la existencia (y divulgación) de Principios específicos que rigen su Sistema de Gobierno Corporativo y que están alineados con las grandes tendencias internacionales. Dichos principios hacen alusión a la composición del Consejo, la independencia de los consejeros, criterios de selección, edad de jubilación, plan de sucesión, remuneración del Consejo, evaluación de los órganos de administración, entre otros.

5. UNA MIRADA A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN EN IBEROAMÉRICA

Las agencias de rating tienen un papel fundamental en los mercados financieros, con unas actividades que influyen de manera significativa sobre inversores, acreedores, emisores y gobiernos.

No obstante, las recientes crisis financieras han puesto de manifiesto la necesidad avanzar en la regulación del funcionamiento de dichas entidades con el propósito establecer mecanismos que promuevan una gestión adecuada de los conflictos de interés, un aumento de la transparencia de las actividades de las agencias y de sus metodologías y una mayor precisión en las calificaciones que emiten.

En este contexto, el mercado iberoamericano no ha sido ajeno a la corriente regulatoria, que aunque escasa y reciente poco a poco va llegando. A continuación se analizan los casos de México, Brasil, Colombia, Chile y Perú.

México

Desde la aprobación el 17 de febrero de 2012 de la modificación del reglamento aplicable a las agencias de calificación, el marco legislativo y regulatorio mexicano en términos de supervisión de las agencias de calificación es similar al existente en la unión europea, al menos teóricamente.

No obstante, cabe resaltar que en México, las agencias de calificación han estado reguladas y supervisadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) desde julio de 1993. Asimismo la autorización de las agencias de calificación ha sido un requisito desde 1999, introduciendo requerimientos en lo que refiere al mantenimiento de controles internos para el proceso de rating y en materia de cualificación para sus analistas. Asimismo, en 2005, el congreso mexicano reformó la Ley del Mercado de Valores, con el fin de facultar a la CNBV para promulgar las reglas de conducta para las agencias de calificación. Las normas adoptadas ese mismo año por la Comisión Mexicana incorporaron los principios enunciados en el Código de IOSCO para las Agencias de Rating.

A continuación se describen brevemente las características del marco regulatorio mexicano para las agencias de calificación, cuyo objetivo principal reside en asegurar que la actividad de calificación es llevada a cabo de forma justa e independiente.

- 1) En materia de Gobierno Corporativo, las agencias han de disponer de un Consejo de Administración compuesto por miembros independientes, con una serie de facultades que garantizan que este órgano sea responsable de la supervisión de la agencia.
- 2) En lo que refiere a la gestión de los conflictos de intereses, no vale con no gestionarlos y divulgarlos, sino que es necesario identificarlos y eliminarlos, lo que hace que el marco regulatorio mexicano sea más estricto que el europeo.
- 3) Si bien la regulación mexicana no prohíbe a las agencias de calificación externalizar actividades de rating u otras funciones de negocio, las agencias tienen la responsabilidad de asegurar el mantenimiento de todos los controles internos exigidos por la legislación y son responsables por cualquier actividad que se haya subcontratado. Asimismo, las entidades que proporcionan servicios a las agencias de calificación están sujetas también a la supervisión del regulador.
- 4) Por último, en cuanto a la calidad de las metodologías, las agencias de rating mexicanas están obligadas a revisar periódicamente sus calificaciones, metodologías y modelos; donde ha habido un cambio importante en la metodología, todas las calificaciones afectadas deben ser revisadas en un plazo de seis meses.

Agencias de calificación mexicanas: FitchRatings, HR Ratings, Moody's y Standard & Poor's.

Brasil

Como consecuencia de la crisis financiera de 2008, la Comissao de Valores Mobiliarios (CVM), el regulador del mercado de valores de Brasil, decidió diseñar un marco regulatorio más estricto. Sin embargo, no elaboró una regulación específica para las agencias de calificación. Por ello, en abril de 2012, la CVM estableció una regulación que afecta exclusivamente a las agencias de rating, estableciendo de este modo el marco regulatorio para las actividades de evaluación del riesgo de crédito por parte de las agencias de calificación en Brasil (ICVM nº 521/12).

Entre las nuevas prácticas que establece el nuevo marco regulatorio destacan las que se detallan a continuación.

En primer lugar, se requiere a las agencias de calificación consultados por un emisor a divulgar sus análisis, incluso si el emisor posteriormente no adquiere sus servicios. Con ello, se pretende evitar la práctica conocida como "*rating shopping*", por la cual un emisor solicita calificaciones de varias agencias, pero contrata exclusivamente la que proporciona la más alta calificación. Lo que busca el regulador brasileño a través de posicionarse en contra del "*rating shopping*" es permitir al mercado conocer la opinión de todas las agencias de rating sobre un asunto específico, lo que aumenta la calidad de la información disponible al mercado.

En segundo lugar, ICVM 521/12 incorpora un nuevo marco regulatorio en lo que se refiere a las responsabilidades de las agencias de calificación. El texto de ley identifica una serie de situaciones en las que las agencias de rating pueden ser objeto de sanciones (desde la suspensión de su licencia hasta una prohibición de los mercados de capital de Brasil por hasta diez años) como por ejemplo en casos de conflicto de interés, revelación de información privilegiada, incumplimiento del código de conducta, entre otras.

Por último, un tercer requisito importante de la nueva regulación es la segregación obligatoria de las actividades dentro de una agencia de calificación, con el objetivo de evitar conflictos de intereses.

Agencias de calificación brasileñas: Austin, FitchRatings, LFRating, Liberum, Standard & Poor's, SR Rating.

Colombia

El marco regulatorio colombiano en materia de supervisión de las agencias de calificación es similar al estadounidense. En Colombia, las calificadoras de riesgo han de estar debidamente registradas ante la Superintendencia Financiera, quien es el organismo de control pertinente, y la normatividad que cobija este asunto es la Ley 964 de 2005 (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero), los Decretos No. 3139-2006, No. 1350-2008 y la Resolución 2167-2006.

En cuanto al procedimiento de calificación, cabe destacar que este procedimiento queda a discreción de los comités técnicos de las agencias de calificación. El objetivo que se busca es que sus metodologías sean objetivas e independientes, y basadas en un análisis idóneo y técnico de toda la información relevante para el proceso de calificación. Cabe resaltar que las pautas que deben tener las Sociedades Calificadoras de Riesgo en cuanto a la conformación de su comité técnico se encuentran en la citada Resolución 2167 de 2006. En esta resolución, se cita textualmente que el Comité Técnico "deberá estar conformado permanentemente por un número plural e impar de miembros principales, con sus respectivos suplentes personales, que acrediten la experiencia y el conocimiento técnico necesario para estudiar y aprobar las calificaciones sometidas a su deliberación."

Las metodologías de las sociedades calificadoras deben, además de tener que ser actualizadas de manera continua, constar por escrito y permanecer a disposición de la Superintendencia Financiera y del público en general en la página web de la calificadora, al igual que tienen que hacer las agencias estadounidenses como consecuencia de la CRA Reform Act.

Agencias de calificación colombianas: Fitch Ratings Colombia S.A Sociedad Calificadora de Valores., BRC Investor Services S.A Sociedad Calificadora de Valores y Value and Risk Ratings S.A Sociedad Calificadora de Valores.

Perú

El marco legislativo que supervisa el funcionamiento de las agencias de calificación del riesgo peruanas es la Ley del Mercado de Valores (Resoluciones No. 074-98-EF/94.10) y la entidad reguladora es la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Cabe destacar que el marco regulatorio del Perú en esta materia es muy semejante al existente en Colombia.

Agencias de calificación peruanas: Apoyo y asociados internacionales S.A.C Clasificadora de Riesgo, Clasificadora de riesgo pacific credit rating SAC., Class y asociados S.A. Clasificadora de riesgo y Equilibrium clasificadora de riesgo S.A.

Chile

La actividad de clasificación del riesgo en Chile nació de manera formal con la creación de un organismo semi-estatal (mixto) denominado Comisión Clasificadora de Riesgo en el año 1985, cuyo propósito consistía en determinar la elegibilidad de instrumentos financieros en los que podrían invertir los fondos de pensiones chilenos. En esta fase inicial, el rol del Estado fue clave, como resultado del carácter obligatorio dentro del sistema de previsión social en Chile.

Sin embargo, la clasificación del riesgo llevada a cabo exclusivamente por agencias del sector privado nació en el año 1988, estableciéndose la clasificación obligatoria de los instrumentos de oferta pública, como una forma de entregar información de mayor precisión a la comunidad inversora.

Asimismo, la Reforma del mercado de capitales de 1994 flexibilizó el funcionamiento de las clasificadoras y le otorga mayor status a sus dictámenes frente a la Comisión Clasificadora de Riesgo. Es a partir de este momento que la industria empieza a consolidarse en Chile, con la presencia de cuatro agencias de calificación del riesgo.

Cabe destacar que el marco regulatorio de las clasificadoras de riesgo chilenas es el Título XIV de la Ley N° 18.045, sobre el Mercado de Valores, así como las diversas Normas de Carácter General y Circulares emitidas por el regulador chileno Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), referentes a materias tales como requisitos de inscripción, estados financieros, información continua sobre clasificaciones, informes de clasificación, entre otras materias. A fin de garantizar la independencia de sus opiniones, las agencias de calificación deben dar cumplimiento a una serie de requisitos con el propósito de que las decisiones de clasificación estén libres de conflictos de interés.

La más reciente norma que ha emitido la SVS, la Norma de Carácter General N° 361 del seis de marzo de 2014, busca elevar los estándares en cuanto al funcionamiento y modernización de los requisitos de inscripción de las Clasificadoras de Riesgo. La nueva normativa establece los requisitos que deberán cumplir los socios principales y personas encargadas de la clasificación de riesgo, y el contenido mínimo que deberá tener su reglamentación interna.

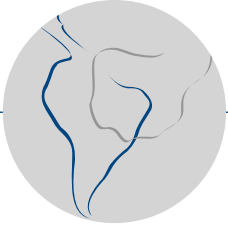
Agencias de calificación chilenas: Clasificadora de riesgo Humphreys Limitada, Feller-Rate Clasificadora de riesgo limitada, Fitch Chile Clasificadora de riesgo limitada e International Credit Rating Compañía Clasificadora de riesgo limitada.

- **Conclusión**

Cabe señalar que las recientes reformas regulatorias en el ámbito iberoamericano en materia supervisión de la agencias de calificación han sido recibidas en ocasiones con sentimientos encontrados por parte de los actores principales de la industria.

Mientras que las agencias de rating de menor tamaño sostienen que tendrán que abonar gastos adicionales para cumplir con la nueva regulación, las agencias más grandes cuentan ya con una estructura internacional consolidada. Esta situación podría perjudicar la competencia entre las agencias de calificación y, en definitiva, reducir la disponibilidad de análisis sobre el mercado de capitales.

No obstante, no hay lugar a duda que las reformas que han estado llevando a cabo los reguladores iberoamericanos proporcionan mayor transparencia y garantías a la comunidad inversora. Por ello es importante seguir avanzando en ámbitos como calidad de la información, conflictos de interés, prácticas de Gobierno Corporativo, rotación, metodología y cualificación de los analistas. De este modo, las agencias de calificación cumplirán con su papel de crear un clima de confianza y credibilidad, generando información de alta calidad que contribuya al desarrollo del mercado de capitales.



III. NUEVAS TENDENCIAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO

CAPÍTULO 13
LOS STAKEHOLDERS Y LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

CAPÍTULO 14
LA FINANCIACIÓN Y EL BUEN GOBIERNO DE LAS EMPRESAS
FAMILIARES

CAPÍTULO 15
EL BUEN GOBIERNO EN LAS EMPRESAS PÚBLICAS

Los Stakeholders y la Responsabilidad Social Corporativa

Rafael Moreno Prieto
Director de Cumbria FSC

1. INTRODUCCIÓN
2. EL CONCEPTO DE RESPONSABILIDAD SOCIAL
3. EL CONCEPTO DE STAKEHOLDERS
4. MARCO INSTITUCIONAL BÁSICO DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA
5. EVOLUCIÓN Y CAUSAS DE LA IMPORTANCIA ACTUAL DEL COMPORTAMIENTO RESPONSABLE CON LOS STAKEHOLDERS
6. EL COMPORTAMIENTO RESPONSABLE DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS CON SUS STAKEHOLDERS. CONCLUSIONES

■ 1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo pretende establecer unos conceptos básicos sobre los que construir un punto de vista acerca de cuál debe ser el comportamiento socialmente responsable de las sociedades cotizadas en Iberoamérica en sus aspectos esenciales.

Dichos conceptos deben permitir a los organismos supervisores de Iberoamérica desarrollar documentos, guías y recomendaciones para que dichas empresas puedan atender a lo que los stakeholders esperan legítimamente de su comportamiento responsable.

Para ello, este capítulo y aquellos postulados que se puedan formular en ningún caso son ni serán piezas inamovibles sino dinámicas acorde al propio dinamismo de las instituciones, las organizaciones empresariales y el entorno en el que se desarrollan.

El capítulo tiene el siguiente planteamiento. En primer lugar se aborda el concepto de la responsabilidad social corporativa (en adelante RSC), de forma que se acuerde un lenguaje y una terminología que clarifique a qué nos estamos refiriendo. Para ello, se hace un recorrido por la evolución de la RSC, se entra en su definición y se determinan sus componentes y alcance.

Del mismo modo que con el concepto de RSC, a continuación se conceptualiza el término stakeholders, haciendo asimismo un recorrido por su evolución, definiendo qué es y desarrollando una tipología. Conceptualizarlos permite ver cómo confluyen ambos en el único concepto del comportamiento responsable con los stakeholders.

A continuación se hace una relación del marco institucional acerca de la RSC de forma que pueda tenerse un conocimiento sobre aquellas instituciones que han formulado recomendaciones, principios o similares acerca del comportamiento responsable de las empresas.

Una vez definidos los conceptos clave del capítulo, este se centra en el entorno en el cual se mueve la empresa que la condiciona e impulsa la necesidad de su comportamiento responsable con los stakeholders, de forma que pueda entenderse la importancia que tiene y tendrá dicho comportamiento en la sociedad del siglo XXI. Así, se determinan las causas fundamentales de la importancia actual del comportamiento responsable con los stakeholders y su evolución histórica.

Por último, y gracias al desarrollo anterior, se contemplan una serie de recomendaciones acerca de cuáles deben ser los aspectos esenciales del comportamiento responsable de las sociedades cotizadas.

Este enfoque debe servir para hacer posible la finalidad básica de este estudio, que es dotar a los países iberoamericanos de un ámbito de referencia común y de consenso, desde el cual se puedan ir desarrollando diversos trabajos que permitan ayudar a las sociedades cotizadas a que vayan avanzando en su comportamiento responsable con sus diversos stakeholders. Este fin permitirá:

- Establecer una base de referencia común para los diversos reguladores.
- Servir de orientación para el diseño y aplicación de herramientas que puedan utilizarse para dirigir, administrar, medir y divulgar los comportamientos socialmente responsables.
- Facilitar la puesta en común de criterios para el reconocimiento público de los comportamientos socialmente responsables de las organizaciones.
- Favorecer el impulso del estudio de la relación responsabilidad social corporativa-resultados económicos.
- Aportar credibilidad y transparencia a las prácticas de responsabilidad social corporativa.
- Fomentar el intercambio de información y experiencias sobre responsabilidad social corporativa.

■ 2. EL CONCEPTO DE RESPONSABILIDAD SOCIAL

Conceptualizar el significado y alcance de la responsabilidad social de una sociedad cotizada pasa por entender con claridad el concepto previo de sostenibilidad, ya que éste nos irá dando la clave de su significado. Cuando hablamos de sostenibilidad en el entorno empresarial la confusión está muy extendida. En principio debe decirse que la palabra sostenibilidad no existe como tal, sino que es consecuencia del adjetivo sostenible. Acorde a esto, existen dos acepciones de sostenibilidad: sostenibilidad clásica y sostenibilidad contemporánea.

• Sostenibilidad Clásica

El concepto de sostenibilidad clásica tiene que ver con el significado de sostenible acorde al diccionario de la Real Academia Española, donde se define sostenible como "*Dicho de un proceso: Que puede mantenerse por sí mismo, como lo hace, p. ej., un desarrollo económico sin ayuda exterior ni merma de los recursos existentes*".

De esta forma, se puede definir sostenibilidad empresarial como la "Capacidad de la empresa para crear valor de forma perdurable, desarrollarse por medio de sus propios recursos y sin merma de éstos".

La sostenibilidad empresarial clásica atiende por lo tanto al concepto de perdurabilidad de la propia empresa como organización que genera lucro de forma sostenida. En este sentido, cuando hablamos de sostenibilidad empresarial clásica nos referimos a cómo la empresa toma decisiones que hacen posible que se cree valor para los accionistas de forma sostenida, lo que es la primera misión de cualquier organización empresarial con ánimo de lucro.

Por lo tanto, una empresa será sostenible, desde una acepción clásica, si es capaz de perdurar en el tiempo. En ese sentido podemos decir que si la empresa, sus dirigentes, toman decisiones que lleven a dicha perdurabilidad y la empresa tiene las capacidades para hacerlo, esa empresa es sostenible. En caso de que dichas decisiones pongan en peligro dicha perdurabilidad y las capacidades de la empresa para garantizarlo no sean tales, la empresa no será sostenible.

- **Sostenibilidad Contemporánea**

Sostenibilidad también tiene que ver con el concepto de desarrollo sostenible. La primera vez que el concepto de desarrollo sostenible fue utilizado, fue en un informe conocido como informe Brundtland de 1987, fruto del trabajo realizado por la Comisión Mundial de Medio Ambiente y Desarrollo de Naciones Unidas creada en 1983. En aquel informe se definía desarrollo sostenible como *"el desarrollo que asegura las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones para enfrentarse a sus propias necesidades"*.

Acorde a este enfoque el desarrollo sostenible tiene que conseguir de forma conjunta:

- Satisfacer las necesidades del **presente**, fomentando una actividad económica que suministre los bienes necesarios a toda la población,
- Satisfacer a las necesidades del **futuro**, reduciendo al mínimo los efectos negativos de la actividad económica, tanto en el consumo de recursos como en la generación de residuos, de tal forma que sean soportables por las próximas generaciones.

Este concepto de desarrollo sostenible se asumió en la declaración de Rio, firmada en la Conferencia sobre Medio Ambiente y Desarrollo Sostenible en Río de Janeiro en 1992. En el preámbulo de dicha Declaración se establece que *"este proceso marca el comienzo de una nueva asociación mundial para un desarrollo sostenible"*, lo que marca el pistoletazo de salida a la popularización del término desarrollo sostenible y su extensión, sostenibilidad.

Dicha popularización o debate acerca del término, hace que ideológicamente aparezcan diversos enfoques sobre su significado, siendo los tres claves los siguientes.

- Enfoque Ecologista: pone la prioridad en la defensa del medio ambiente aunque para ello deban sacrificarse avances en la calidad de vida de los seres humanos, y apuesta por conceptos como el crecimiento cero o incluso el decrecimiento económico, al pensar que estamos por encima de la capacidad de regeneración natural del planeta, es decir, que para conservar la Tierra debemos renunciar a los niveles de consumo actuales, ya que no existen tantos recursos disponibles.
- Enfoque Socialdemócrata: establece que el ritmo de crecimiento actual y la acumulación de bienes en la sociedad de hoy en día es ecológicamente insostenible, puesto que los recursos son escasos, lo que hace que estemos avocados a un eventual crack. Por ello, aboga por incorporar medidas ecológicas como indicadores de crecimiento, fuertes subvenciones públicas a nuevas formas de crecimiento y abandono paulatino de formas de crecimiento actuales.
- Enfoque Liberal: apuesta por compatibilizar el crecimiento económico con la preservación del medio ambiente y la mejora de la calidad de vida de todos, a través de la mejora de la productividad, esto es, siendo capaces de producir más para todos, pero haciéndolo de forma que se consuman menos recursos y se generen menos residuos.

Al margen de disquisiciones ideológicas, sin duda importantes puesto que definen políticas y líneas de actuación que afectan al comportamiento de las empresas, y de cara a buscar lo que une y no lo que separa, podemos decir, basándonos en la mayoría de definiciones existentes, que desarrollo sostenible debe entenderse como una dimensión de desarrollo que busca conjugar el crecimiento económico, la equidad social y la preservación medioambiental adecuada.

En este sentido, sostenibilidad tiene que ver con perdurabilidad, al igual que la sostenibilidad clásica, y podemos así definir la sostenibilidad empresarial contemporánea como la capacidad de la empresa para crear valor económico respetando los derechos de aquellos con los que se relaciona y preservando el medioambiente en el desarrollo de sus operaciones.

La sostenibilidad empresarial atiende a cómo la empresa apoya o no la perdurabilidad del conjunto del sistema económico y social, es decir, si en el desarrollo de sus operaciones empresariales la organización afecta positiva o negativamente la sostenibilidad de todo el sistema de desarrollo humano en el cual estamos instalados.

Aquí el enfoque tiene que ver con cómo la empresa es capaz de crecer económicamente, respetando la equidad social y teniendo en cuenta la preservación del

medioambiente para generaciones futuras. Así, una empresa sostenible será aquella que cree valor tanto a nivel económico, esto es, valor para sus accionistas, como social y medioambiental, esto es, valor para la sociedad en el momento presente y en el futuro.

- **Concepto de Responsabilidad Social**

Una vez aclarado el concepto de sostenibilidad podemos entrar de lleno en el de responsabilidad social. El concepto de responsabilidad tiene que ver con la cualidad de responsable. Así, según la Real Academia Española, responsable es aquel:

- 1) adj. Obligado a responder de algo o por alguien. U. t. c. s.
- 2) adj. Que pone cuidado y atención en lo que hace o decide.
- 3) com. Persona que tiene a su cargo la dirección y vigilancia del trabajo en fábricas, establecimientos, oficinas, inmuebles, etc.

Acorde a este significado, y teniendo en cuenta que el objetivo de una empresa es "*maximizar el valor de la empresa para sus legítimos propietarios*", podemos definir a un directivo responsable como aquel que teniendo a su cargo la dirección y vigilancia de una organización empresarial, pone cuidado, atención y responde por la creación de valor para sus legítimos propietarios.

Por tanto, una empresa responsable busca la creación de valor continua. Esto está en relación con lo que afirmaba Milton Friedman, premio Nobel de economía en un famoso artículo publicado por The New York Times en 1976. En aquel artículo Friedman declaró que la única responsabilidad social de una empresa es aumentar los beneficios, esto es, crear valor para sus accionistas. Y sin duda, eso no es discutible.

La cuestión que muchos dirimen es si la empresa moderna puede crear ese valor teniendo en cuenta el concepto de sostenibilidad clásico o debe tener en cuenta el concepto de sostenibilidad contemporánea. Sin embargo, no es cuestión de elección sino de causa-efecto, ya que la empresa que desea crear valor para sus accionistas, de forma perdurable, no tiene más remedio que crecer de forma sostenible. Es decir, el dictado de Friedman es plenamente compatible con el desarrollo sostenible, y no solo compatible, sino que uno lleva al otro:

- Si una empresa responsable es aquella que actúa de forma que garantice la creación de valor para sus accionistas de forma continua, debe actuar dentro de los cánones del desarrollo sostenible, creando valor también de cara al conjunto de la sociedad por medio de los ejes de equidad social y preservación medioambiental.

- Si la empresa no crea valor ambiental, esto es, si no preserva el medioambiente y cuida de los recursos de los que dispone en la medida de sus posibilidades, generará tanto ineficiencias en coste como caídas en valor por múltiples variables, lo que a largo plazo puede poner el riesgo su propia perdurabilidad.
- Si la empresa no actúa con equidad social, si no genera valor para otros stakeholders al margen de sus accionistas, le será imposible mantener fieles a clientes, leales y productivos a empleados, satisfechos a legisladores y un largo etcétera lo que comprometerá la creación de valor económico.

Pero dando un paso más, se puede afirmar que aquella empresa que no sigue los tres ejes de desarrollo sostenible que hemos identificado no actúa de forma responsable, lo que hace de su empresa un ente insostenible, si se permite el juego de palabras.

Por lo tanto, una empresa responsable debe buscar la creación de valor para los legítimos propietarios de la empresa.

Para ello, debe buscar la sostenibilidad, esto es, la perdurabilidad de la empresa. Una empresa que cree valor a corto plazo pero que lo destruya a largo, no creará valor real sino ficticio, y no válido para los propietarios de la empresa que desean que el valor de la empresa sea cada vez mayor y no sólo de forma puntual. Por ello, crear valor para por ser perdurables, por ser sostenibles.

En el mundo del siglo XXI, la sostenibilidad empresarial pasa por desarrollar los principios del desarrollo sostenible, generando valor para los grupos con los que se relaciona la empresa, tanto presente como futuros, que le devolverán dicho valor.

Como consecuencia y por todo ello, una empresa responsable pasa por desarrollarse de forma sostenible creando así el máximo valor posible.

- **Alcance**

La responsabilidad social empresarial debe entenderse desde tres niveles:

Primer Nivel. Responsabilidad Legal

El primer nivel que debe cumplir una empresa responsable es respetar y cumplir las leyes. Si por responsabilidad se entiende el responder a algo, el dar respuesta a algo, sin duda la primera respuesta que debe dar una empresa es el cumplimiento de las leyes. Una de las razones por las cuales la responsabilidad social corporativa es percibida por parte de la población como simplemente una fachada o una operación de marketing es porque las empresas no empiezan desde lo esencial pasando después a otro nivel.

A modo de ejemplo, si una empresa que tenga una fundación para ayudar a los niños en India no cumple con su primer nivel de responsabilidad como es el cumplimiento de la ley, y se salta algunas leyes —como el pago de la seguridad social de sus trabajadores, el pago de impuestos o una ley de prevención de riesgos laborales que conlleva algún accidente entre sus empleados—, sería una empresa que no ha entendido el concepto de responsabilidad empresarial y que desconoce que hay unos niveles de prioridad que deben ser satisfechos. De esa forma, la actitud de tener dicha fundación no solo no será visto como algo positivo, sino que en el caso de saltarse la ley, será visto como algo falto de autenticidad y digno de reproche, convirtiendo algo bueno en algo erróneo.

Durante años se consideró que cumplir la ley no entraba dentro del alcance de la responsabilidad social corporativa, al pensarse que ésta era algo voluntario al margen de la ley. Hoy en día esta discusión está superada y no cabe duda de que la primera responsabilidad es precisamente el cumplimiento de esas normas.

Segundo Nivel. Responsabilidad Colectiva

El segundo nivel es, tras cumplir la ley, respetar y cumplir aquellas reglas y estándares consensuados a nivel colectivo, bien sea industrial, geográfico o bajo cualquier otra variable respecto de la cual la empresa se circunscriba, o a los que se adhiere y se obliga a cumplir. Por ejemplo:

- Una firma de abogados española debe cumplir con el código deontológico de la Abogacía Española.
- Un hotel debe cumplir el código ético para empresas turísticas desarrollado por la Organización Mundial de Turismo.
- Una empresa dedicada a la extracción minera debe cumplir con el Marco de Minería Responsable desarrollado de forma conjunta por ONGs, distribuidores, extractores, inversores y expertos a nivel global.

Esos ejemplos son todos ellos de cumplimiento responsable a nivel normativo, ya que si bien no son leyes reguladas como tales que la empresa deba cumplir y cuyo incumplimiento conlleve una pena, sí son normas de comportamiento que la empresa se obliga a cumplir para seguir las reglas del juego.

Tercer Nivel. Responsabilidad Individual

Una vez que la empresa cumple los dos primeros niveles de responsabilidad, esto es, cumplir la ley y cumplir acuerdos de comportamiento responsable colectivo, existen aquellos propiamente individuales.

En este campo entra un código de conducta propio, una acción social externa, un plan de conciliación de vida familiar y laboral para sus empleados, un plan de pagos justo para sus proveedores o la realización de una memoria de RSC.

Es importante subrayar que sí existe orden y prioridad en el desarrollo de los tres niveles de la responsabilidad y que debe pasarse de uno a otro. Hacerlo de esta manera le permite a una empresa.

- Mostrarse como una empresa seria y creíble.
- Priorizar el uso de sus recursos limitados, no dispersándolos sin sentido.
- No poner en riesgo la empresa al cumplir paso a paso con lo que la sociedad primero le pide.

En caso contrario, la empresa podría estar en lo que se denomina riesgo social, es decir en una posición de riesgo en la creación de valor empresarial debido a una actuación irresponsable.

- **Componentes y Principios de la RSC**

La Responsabilidad Social Corporativa está compuesta por 7 áreas sobre las cuales debe desarrollarse, gestionarse, medirse e informarse el comportamiento responsable con los stakeholders.

Estas 7 áreas son las siguientes:

1. Gobierno de la Organización

Estilos, estructuras, administración, tomas de decisión y sistemas que conforman la organización. Esta área de la RSC va desde el Gobierno Corporativo puro, aquel que dirige su atención al universo de relaciones existente entre la propiedad (los accionistas), la administración (el Consejo) y la gestión (Alta Gerencia), hasta el buen gobierno en la toma de decisión de inversiones éticas, la lucha contra el fraude o el respeto a la soberanía nacional.

2. Salud y Seguridad

Acciones que garantizan la salvaguarda de la salud y de la seguridad de todos aquellos afectados por las operaciones directas e indirectas desarrolladas por la organización. Esta área de la RSC puede incluir desde el control de accidentes en el puesto de trabajo, hasta el control de la polución o de residuos tóxicos, pasando por dar pronta respuesta a demandas físicas y psíquicas de los afectados o un plan de conciliación de vida familiar y laboral.

3. Preservación Medioambiental

Preservación y cuidado del entorno natural y ecosistemas existentes en el desarrollo de las operaciones empresariales, así como el desarrollo de procesos eco-eficientes en el uso de los insumos. Esta área de la RSC incluye desde medidas de reciclaje, el desarrollo de tecnologías ambientalmente amigables o la capacitación dada a grupos involucrados sobre temas ambientales.

4. Derechos Humanos

Políticas para respetar, proteger y cumplir los derechos humanos de todos aquellos afectados por sus operaciones, así como todas y cada una de sus libertades fundamentales. Esta área de la RSC conlleva abstenerse de infringir los derechos humanos de terceros y hacer frente a las consecuencias negativas sobre los derechos humanos en las que tengan alguna participación, con mecanismos de reparación eficaces.

5. Ética Comercial

Procedimientos para garantizar un comportamiento ético en todos los procesos de ventas, marketing, distribución y desarrollo de productos o apertura de mercados. Esta área de la RSC incluye desde controles para no publicitar engañosamente, hasta el fomento del consumo responsable pasando por el respeto a los derechos de propiedad, la promoción de mercados abiertos o los mecanismos de atención al cliente pre y postventa.

6. Cadena de Valor

Acciones para garantizar que los procesos de compras, logística de entrada, operaciones y logística de salida no afectan negativamente a las partes implicadas. Esta área de RSC va desde la apertura universal para realizar compras hasta la identificación y trazabilidad de los productos, pasando por el pago justo a proveedores o el análisis del ciclo de vida.

7. Filantropía Estratégica e Innovación Social

Iniciativas a favor de colectivos ajenos a la propia organización. Esta área de la RSC incluye acciones sociales, culturales, deportivas hasta aquellas de apoyo a organizaciones sin ánimo de lucro u otras que tengan alguna utilidad con interés social o de utilidad para diversos colectivos.

Toda acción o iniciativa socialmente responsable cae dentro de alguna de estas 7 áreas por lo que cualquier decisión de comportamiento responsable, modelo de gestión, medición de impacto o selección de aspectos clave debe partir de las mismas.

Además de los componentes de la responsabilidad social corporativa también deben considerarse 5 principios básicos a tener en cuenta:

- 1) **Oportunidades:** Entendidas como aquellas opciones de incrementar el valor de la empresa gracias al comportamiento responsable.
- 2) **Riesgos:** Entendidos como aquellos aspectos de la RSC que si no satisfechos ponen en riesgo la creación de valor de la empresa.
- 3) **Estrategia:** Entendida como el análisis y la toma de decisiones de lo que la empresa debe realizar para:
 - aprovechar las oportunidades que ser responsable puede abrir a la empresa,
 - minimizar los riesgos a los que la empresa está expuesta,
 - conocer las expectativas de los stakeholders hacia la empresa y decidir cuáles satisfacer y cuáles no.
- 4) **Medición y Gestión:** Entendida como:
 - la medición de la creación de riqueza y valor para la sociedad de las políticas responsables desarrolladas,
 - la medición de la creación de riqueza y valor para la empresa de las políticas responsables desarrolladas.
- 5) **Información:** Entendida como dar cumplida cuenta de lo realizado y obtenido.

Sin embargo, considerar solo estas áreas sin tener en cuenta la verdadera alma del comportamiento socialmente responsable, que es para con quien se es o no responsable, no sería ni correcto, ni válido, ni eficiente. Por ello, es necesario definir el concepto de stakeholders y ver cómo encaja con la RSC, ya que éstos son los recipientes de dicho comportamiento.

■ 3. EL CONCEPTO DE STAKEHOLDERS

Si bien considerar áreas, niveles y principios de responsabilidad social corporativa es un paso esencial para conceptualizar, y posteriormente poder aplicar dichos conceptos en la gestión diaria de una sociedad cotizada, sería inviable esta acción si no consideramos los objetos sobre los cuales dicha responsabilidad es o no es aplicada. Aquí entra por lo tanto el concepto de stakeholders.

- **Concepto**

Podemos definir una empresa como una organización que, mediante la creación de relaciones humanas y la realización de ciertas actividades, comercializa un bien para obtener un lucro.

Esto conlleva que la empresa realiza actividades

- Dirigidas por personas.
- Por medio de personas.
- Y para personas.

Las áreas donde recaen las funciones clave que un directivo empresarial debe realizar son tres, a saber, el área técnica, el área estratégica y el área humana, ésta última comprende cómo la empresa se relaciona con múltiples grupos humanos, bien sean empleados, competidores, clientes, proveedores o comunidades de diversa índole, y decidir cómo la empresa lidera la relación con cada uno de ellos.

Pues bien, tanto desde la propia definición de empresa como desde la función que debe desempeñar un directivo, el concepto de relaciones humanas es clave, y la responsabilidad tiene que ver con ello, ya que ser responsable tiene que ver con personas.

La responsabilidad tiene que ver con nuestra responsabilidad ante los demás y, por ello, la base fundamental de la responsabilidad corporativa son los seres humanos a los que afectan sus operaciones.

Si no existieran personas tampoco existiría el concepto de responsabilidad. Los animales no son responsables de sus actos, ya que una persona responsable es aquella que ocasiona de forma consciente un hecho y que puede ser imputada por las consecuencias de ese hecho, es decir, la responsabilidad es propia de seres humanos libres. Ser responsable conlleva reconocer las consecuencias de un hecho realizado en libertad. Esto es, la responsabilidad tiene que ver con el ser humano y en cómo afectan sus acciones libres a otros seres humanos.

Jonas¹ llamaba a esto principio de responsabilidad, entendiendo como tal un imperativo de derecho ambiental y que establecía que *“las personas deben obrar de modo que los efectos de sus acciones sean compatibles con la permanencia de la auténtica vida humana en la Tierra”*.

1. Jonas, Hans. El principio de responsabilidad: Ensayo de una ética para la civilización tecnológica (ed. original, 1973, trad. cast. Ed. Herder, Barcelona, 1975)

Acorde a todo ello, la empresa responsable es aquella que tiene como foco las personas con las que se relaciona y que toma decisiones para crear valor para todas ellas. Esta definición de responsabilidad empresarial determina claramente lo que significa ser responsable poniendo el énfasis en el objeto sobre el que recae dicho comportamiento, como no puede ser de otra manera.

Pues bien, si debemos definir dicho comportamiento responsable debemos, por lo tanto, definir aquellos objetos fines del comportamiento, así ¿quiénes son las personas en la empresa?

Desde hace décadas las empresas han utilizado el término grupos de interés para referirse a aquellos grupos de personas que interesaban a la empresa. Ya con la propia palabra el concepto es claro, son personas que interesan a la empresa, no personas sobre las que la empresa deba ser responsable, y este enfoque de grupo de interés, por lo tanto, ya es erróneo desde su propia terminología.

Los grupos de personas que importan a la empresa son aquellos que nos puedan pedir cuentas por las consecuencias de nuestros actos, y esos grupos son aquellos que de una u otra forma se vean afectados por nuestras operaciones; sin embargo, no existe un nombre en castellano que nos ayude al respecto, ni en la literatura ni en el mundo empresarial, por lo que lo más conveniente es utilizar el término anglosajón, ya de amplio uso en la comunidad empresarial.

Ese término es stakeholder, y podemos definirlo como grupo de personas que tiene un particular interés en nuestra empresa o que se ven afectados por las operaciones que ésta realiza.

Stakeholder es una persona o grupo de personas, presentes y futuras, que tiene un interés en la empresa o que se ven o pueden verse afectados por las operaciones que ésta realiza. De esta forma, las personas sobre las cuales una empresa debe ser responsable y sobre las cuales debe basar su sostenibilidad, son y serán sus stakeholders.

- Tipología

1. Accionistas o propietarios

Personas y entidades que poseen participaciones en la propiedad de una empresa. Para las sociedades de capital, en función de la cuantía de la aportación se puede distinguir entre accionistas dominantes y accionistas minoritarios. Según la personalidad jurídica de éstos se puede diferenciar entre accionistas individuales y accionistas

institucionales (fondos de inversión y de pensiones). Los empleados, por su parte, pueden ser también accionistas.

La primera responsabilidad de la empresa tiene que ver con todos estos y, a sabiendas de que el objetivo fundamental de una empresa es su ánimo de lucro, para precisamente estos propietarios. Un directivo responsable es aquel que, teniendo a su cargo la dirección y vigilancia de un ente empresarial, pone cuidado, atención y responde por la creación de valor para sus legítimos propietarios.

Los propietarios han realizado una inversión en la empresa, no han prestado un capital. De hecho, los propietarios son los que esperan que la empresa sea sostenible puesto que en el caso de no serlo, sus inversiones no les darían el retorno esperado y podrían perder todo su capital, no así los prestamistas u acreedores los que incluso, en caso de quiebra, podrían cobrar su deuda vía venta de los activos empresariales.

El área 1 de gobierno de la organización tiene en este stakeholder su eje clave, siendo el nivel de cumplimiento normativo la esencia básica.

2. Empleados

Personas que desarrollan su trabajo en la organización con un contrato, laboral o profesional, y una retribución dineraria y/o en especie. En función del tipo de trabajo realizado, el sector de actividad y las propias peculiaridades de la organización pueden distinguirse diversas categorías laborales. En términos generales, no obstante, los empleados podemos agruparlos en dos grandes grupos: directivos y no directivos. Los Consejeros y Alta Dirección se consideran incluidos en este grupo de interés. Los empleados se encuentran habitualmente representados por los sindicatos de trabajadores.

El área de derechos humanos y el de salud y seguridad son los ejes clave para este stakeholder.

3. Clientes

Clientes son todos aquellos que compran o consumen el bien comercializado por la empresa. En bienes industriales los compradores serán coincidentes con los consumidores, algo que no ocurrirá en el sector de bienes de consumo, puesto que quien compra el producto no tiene por qué consumirlo. De esta forma podemos decir que hay dos tipos de clientes:

- El que compra el bien que la empresa vende, denominado comprador.
- El que lo consume, denominado consumidor.

Para una empresa de yogures su comprador es el supermercado o cualquier otro canal de distribución y el consumidor el que, comprando el yogur en el supermercado, lo utiliza para su consumo.

Es importante esta tipología simple de clientes, sin menoscabo de que se pueda profundizar en su análisis, ya que cuando la empresa quiera desarrollar una estrategia de responsabilidad tendrá que tener en cuenta las características propias de cada uno de esos clientes que, indudablemente, son diferentes.

Tanto salud y seguridad como la ética comercial son las áreas de responsabilidad esenciales a tener en cuenta para con este stakeholder.

4. Distribuidores y socios comerciales

Los distribuidores y los denominados socios comerciales son aquellos que facilitan la comercialización de los productos de la empresa acercándolos a los clientes, tantos compradores como consumidores.

Tanto la ética comercial como la cadena de valor responsable son ejes básicos que considerar con este stakeholder para evitar tanto el riesgo operacional como social.

5. Proveedores

Los proveedores son todos aquellos que venden algo a la empresa para que ésta pueda desarrollar sus actividades, tanto las primarias como las de apoyo. Esto incluye dos tipos de proveedores:

- Proveedores funcionales, que son aquellos que proveen de servicios o productos que hacen posible la realización de las actividades de apoyo de la empresa, tales como bancos, seguros, agencias de empleo o servicios de consultoría.
- Proveedores operacionales, que son aquellos que proveen de los recursos que son necesarios para producir el bien que la empresa produce y /o comercializa de forma directa, tales como conocimiento, materias primas, transporte, logística, etc.

La cadena de valor responsable es el área de comportamiento responsable esencial que atender con este stakeholder.

6. Competidores

Competidores son todos aquellos que comercializan el mismo producto que la empresa para los mismos clientes.

Si el bien que comercializa un competidor es un perfecto sustituto del de la empresa y lo vende con las mismas características decimos que es un competidor directo; si es vendido en diferentes condiciones será un competidor indirecto.

En este punto también se incluye el concepto de empresas que comercializan productos sustitutos, que son aquellos que siendo diferentes del bien comercializado, satisface las mismas necesidades.

Ética comercial y gobiernos de la organización son aspectos socialmente responsables clave con los competidores.

7. Agentes sociales

Grupos de interés públicos que con su acción pueden influir de manera determinante en la forma de gestionar las empresas, condicionando incluso su futuro. Los agentes sociales pueden ser de muy distinto signo y finalidades, agrupando a veces a un número considerable de individuos y organizaciones que afectan a la empresa, como por ejemplo: asociaciones empresariales y sectoriales, analistas financieros, sindicatos, patronales, partidos políticos, asociaciones de consumidores, cámaras de comercio, ONGs, etc.

Los grupos de opinión, especialmente los representados en los informadores y medios de comunicación, los analistas y lobbies, junto a las organizaciones no gubernamentales de defensa de los derechos humanos y valores ecológicos son otros de los agentes sociales cuya acción afecta a la empresa.

Los mercados financieros pueden también considerarse como agente social de carácter técnico, cuya opinión es determinante para la evolución de las empresas cotizadas.

Los citados medios de comunicación, por su capacidad de llegar e influir en la opinión de prácticamente todos los grupos de interés, pueden ser determinantes en unas relaciones empresa-sociedad más transparentes y en el grado de reputación de las compañías.

Salud y Seguridad, Preservación Medioambiental y filantropía son aquellos aspectos sobre los cuales estos stakeholders tendrán un mayor interés respecto al comportamiento socialmente responsable de la empresa, sin menoscabo de la ética comercial y la cadena de valor.

8. Administraciones públicas

Legisladores, reguladores y poderes públicos locales, regionales, nacionales e internacionales con potestad para configurar el marco jurídico en el que las organizaciones

deben desarrollar sus actividades. Este marco reconoce derechos e impone deberes a las organizaciones. Las leyes y otras disposiciones oficiales establecen las obligaciones tributarias, los regímenes generales de ordenación y regulación societaria y/negocio, la otorgación de licencias y el escenario sancionador para los casos de incumplimiento de la normativa vigente.

Las administraciones públicas tienen su interés en el cumplimiento normativo de todas y cada una de las áreas, por lo tanto, para con este stakeholder, hay que atender más al nivel (legal) que a las áreas de responsabilidad social como tales.

9. Comunidad local

Por comunidades se entienden aquellas organizaciones y personas que son propias del propio foco mercantil que desarrolla la empresa y que están cerca de ella. Incluye asociaciones empresariales y sectoriales, analistas financieros, sindicatos, ONGs locales y vecinos operacionales, etc.

Así, una empresa cotizada tendrá en la comunidad de analistas financieros un stakeholder clave, una empresa del sector petroquímico la comunidad que conforman las ONGs ecologistas, una empresa de productos agrícolas la comunidad formada por las cooperativas agrarias o una firma de abogados los colegios profesionales.

Conjunto de entidades de iniciativa pública o privada del entorno local circundante a la actividad desarrollada por la empresa, con el que se interactúa estrechamente. Destacamos entre ellas: iglesia, asociaciones vecinales y de otros tipos, fundaciones, partidos políticos, ONGs, etc.

La salud y seguridad, preservación medioambiental y filantropía son los aspectos clave para con este stakeholder sobre los cuales la empresa debe poner mayor atención.

10. Público en general

Lo constituyen aquellas personas, organizaciones y consumidores en general que aun no teniendo una relación directa con la organización, pueden influir en ésta a través de la expresión de su opinión respecto a determinadas acciones que, según ellas, pueden ser positivas o negativas para el conjunto de la sociedad.

Aspectos como salud y seguridad, preservación medioambiental, ética comercial y filantropía serían los cuatro aspectos clave.

- **Expectativas clave de los Stakeholders acerca de la *Responsabilidad Corporativa***

La responsabilidad social de una empresa pasa por dar cumplida respuesta a las expectativas legítimas de sus stakeholders y satisfacer las necesidades que aquellos tengan que caigan en el ámbito de influencia de la toma de decisiones empresarial. Si dijimos que responsabilidad social es generar valor para los grupos con los que se relaciona la empresa de forma que, haciéndolo así, la empresa sea sostenible y actúe de forma sostenible, definir en qué aspectos debe responder a sus stakeholders es clave:

1. Expectativas de los Accionistas o Propietarios

Los accionistas de forma genérica esperan que la sociedad les ofrezca un retorno del capital satisfactorio, así como les mantenga informados de forma veraz, transparente y periódica de todos aquellos hechos relevantes que puedan afectar su inversión. Indudablemente no todos los accionistas esperan esto de la misma forma. Así nos encontramos con aquellos con vocación de permanencia que, en relación con los que tienen un objetivo de inversión más cortoplacista, exigirán control sobre aspectos como una correcta gestión de los riesgos sociales y ambientales que puedan afectar el valor a medio y largo plazo.

2. Empleados

Los empleados esperan desde aspectos básicos como una retribución justa, mantenimiento del empleo o higiene laboral, salud y seguridad en el puesto de trabajo, hasta un desarrollo y carrera profesional, políticas de conciliación familia o formación y capacitación, al margen de estar en empresas con buena reputación e imagen pública y social. Atendiendo a la distinción entre empleados directivos y no directivos, se presentan necesidades más concretas y variadas que, generalmente, son un desarrollo de las necesidades fundamentales enunciadas.

3. Clientes

Precio adecuado al valor generado, salud y seguridad de los productos, información acerca de los mismos, fiabilidad, información antes y después de los procesos de compra y servicios post-venta razonables y solventes, entre otros, son expectativas básicas de los clientes. Cada vez más que dichos productos sean respetuosos a lo largo de la cadena de valor y saber de dónde vienen, que la empresa no tenga una imagen de falta de respeto hacia la sociedad y que mantenga procesos productivos ecológicos y respetuosos con los derechos humanos, de comercio justo y compromiso

y colaboración con la sociedad de la empresa productora, y que esto venga verificado por sellos o certificaciones, son aspectos que han cobrado importancia en los últimos años y todo indica que la tendencia es al alza en cuanto a expectativas de los clientes.

4. Distribuidores y socios comerciales

Los distribuidores y socios esperan de las empresas que les surten un servicio rápido y puntual, libertad para poder definir precios finales así como garantías sobre el producto, calidad en los mismos y seguridad en procesos de transporte y logística que les permitan acercar el productos a los consumidores sin riesgos reputacionales o sociales.

5. Proveedores

Los proveedores esperan que la empresa mantenga con ellos una relación de confianza y beneficio mutuo basada en la libre competencia, la transparencia y justicia en la elección, así como el cumplimiento de los contratos establecidos, en los que se han de fijar unas condiciones razonables respecto a la política de precios y pagos, condiciones de exclusividad, plazos de entrega, la calidad y promover la cooperación para la inversión en mejora continua de los productos y servicios contratados.

6. Competidores

Los competidores también tienen expectativas legítimas acerca del comportamiento responsable de la empresa, como el respeto a la libre competencia exigida por el marco legal, un comportamiento leal incluso de colaboración y alianzas en muchos casos, de forma que se mejoren las condiciones del mercado en beneficio de todos.

7. Agentes sociales

Agentes sociales como vimos son muchos y diversos pero, de forma genérica, éstos esperan información clara sobre lo que la empresa hace y como lo hace, así como la apertura al diálogo si fuera necesario y a la colaboración entre las partes.

8. Administraciones Públicas

Las Administraciones Públicas (local, regional, nacional e internacional) esperan por encima de todo el cumplimiento de las leyes en todas sus vertientes y alcance. Además esperan información, colaboración, dialogo, participación, y apoyo para el establecimiento de normas o vías que mejoren la calidad de vida de los ciudadanos.

9. Comunidad local

Las comunidades locales esperan de las empresas sirvan a la comunidad, prestando sus servicios y vendiendo productos que éstas demandan, y si dichos productos no son vendidos *in situ* sino solo producidos la creación de riqueza para la comunidad en forma de creación de empleo, desarrollo de infraestructuras básicas o mejora de algún servicio local. Además, las expectativas también son de información y prevención acerca de riesgos sociales o ambientales en lo que la empresa pudiera incurrir y el cuidado por lo tanto del ecosistema propio existente. Asimismo cada vez más las comunidades locales esperan se les tenga en cuenta en decisiones locales y por eso aspiran a participar de ciertas decisiones.

10. Público en general

El público en general, exige a una empresa que cree riqueza para el conjunto de la sociedad y que controle todos aquellos riesgos que pudieran existir para la sociedad, en el desarrollo de sus operaciones, tanto humanas como ambientales.

4. MARCO INSTITUCIONAL BÁSICO DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

En este apartado haremos un recorrido por aquellos principios de responsabilidad social corporativa que durante los últimos años han sustentado la base conceptual del término.

- Principios Generales Internacionales

Dentro de los principios básicos hemos seleccionado aquellos de ámbito internacional más influyentes y que han marcado el término en gran medida:

Declaración de Derechos Humanos

Aunque no pensados ni denominados como principios de responsabilidad social de la empresa, los 30 artículos de la Declaración son tenidos en cuenta como principios de comportamiento responsable y, cada vez en mayor medida, se están ubicando como tales, especialmente, una vez que el concepto de stakeholders comienza a ser el centro de la RSC.

Propuestos por el secretario general de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) y publicado en el año 2000. El Pacto Mundial recoge unos principios básicos orientados a promover el compromiso generalizado de todo tipo de empresa y organización con el respeto de los derechos humanos y laborales y con la preservación del medio ambiente.

Principios del Pacto Mundial de Naciones Unidas

Los Diez Principios del Pacto Mundial de Naciones Unidas	
Derechos Humanos	<ul style="list-style-type: none">• “Las empresas deben apoyar y respetar la protección de los derechos humanos proclamados en el ámbito internacional”.• “Las empresas deben asegurarse de no ser cómplices en abusos a los derechos humanos”.
Normas Laborales	<ul style="list-style-type: none">• “Las empresas deben reconocimiento efectivo del derecho a la negociación colectiva”.• “Las empresas deben eliminar todas las formas de trabajo forzoso u obligatorio”.• “Las empresas deben abolir de forma efectiva el trabajo infantil”.• “Las empresas deben eliminar la discriminación con respecto empleo y la ocupación”.
Medio Ambiente	<ul style="list-style-type: none">• “Las empresas deben apoyar los métodos preventivos con respecto a problemas ambientales”.• “Las empresas deben adoptar iniciativas para promover una mayor responsabilidad ambiental”.• “Las empresas deben fomentar el desarrollo tecnologías inofensivas para el medio ambiente”.
Lucha contra la Corrupción	<ul style="list-style-type: none">• “Las empresas deben trabajar contra la corrupción en todas sus formas, incluyendo la extorsión y el soborno”.

Las Normas de la ONU sobre las Responsabilidades de las Empresas Transnacionales sobre Derechos Humanos

Estas normas fueron aprobadas en agosto del 2003 por la Subcomisión para la Promoción y Protección de los Derechos Humanos de las Naciones Unidas y están basadas en la experiencia de varios códigos anteriores. Los principios declarados en esta iniciativa, a diferencia del Pacto Global, tienen una mayor cobertura de áreas de RSE:

Los Principios de las Normas de la ONU

Derecho a la **igualdad de oportunidades** y a un trato no discriminatorio.

Derecho a la **seguridad personal**.

Derechos de los trabajadores.

Respeto a la **soberanía nacional** y de los **derechos humanos**.

Obligaciones en materia de **protección del consumidor**.

Obligaciones en materia de **protección del medio ambiente**.

Declaración Tripartita de Principios sobre las Empresas Multinacionales y la Política Social de la Organización Internacional del Trabajo (OIT)

Aunque no recoge todos los aspectos de la RSE sino que se circunscribe al ámbito laboral, sí que es conveniente reseñar aquí los esfuerzos de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) ya que trascienden su ámbito interno de la empresa para entrar en otros de la RSC. Los principios recogidos en la *Declaración Tripartita de Principios sobre las Empresas Multinacionales y la Política Social* proporcionan directrices para las empresas, los gobiernos y las organizaciones de empleadores y de trabajadores en ámbitos como el empleo, la formación profesional, las condiciones de trabajo y de vida y las relaciones laborales.

Los Principios de la Declaración Tripartita

La libertad de asociación y la libertad sindical y el derecho de negociación colectiva.

La eliminación del trabajo forzoso u obligatorio.

La abolición del trabajo infantil.

La eliminación de la discriminación en materia de empleo y ocupación.

Directrices Básicas de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE)

Presentadas en el año 2000, estas directrices recogen recomendaciones de los gobiernos miembros de la OCDE a las empresas de ámbito multinacional para que adopten conductas responsables compatibles con la legislación y el desarrollo sostenible.

Directrices de la Guía de la OCDE

Publicación de información: transparencia,

fiabilidad, periodicidad, calidad y claridad.

Empleo y relaciones laborales.

Medio ambiente.

Lucha contra la corrupción.

Intereses de los consumidores.

Ciencia y tecnología.

Competencia.

Fiscalidad.

El Consejo Empresarial Mundial para el Desarrollo Sostenible (WBCSD)

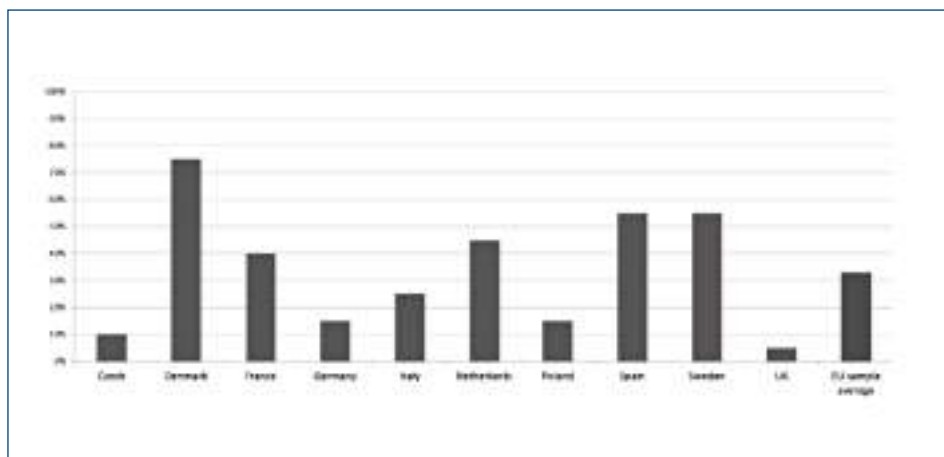
WBCSD es una asociación mundial creada en 1995 y formada por más de 200 empresas consecuencia de la fusión del Consejo Empresarial para el Desarrollo Sostenible y el Consejo Mundial de la Industria para el Medio Ambiente. El Consejo dictó 10 principios de comportamiento responsable que son guía para múltiples organizaciones empresariales.

- Los negocios son parte de la solución el desarrollo sostenible, y el desarrollo sostenible es un medio eficaz a largo plazo como estrategia de crecimiento de las empresas.
- Los negocios no pueden tener éxito en sociedades que fracasan.
- La pobreza es un enemigo clave para las sociedades estables.
- El acceso a los mercados para todos favorece el desarrollo sostenible.
- El buen gobierno es necesario para hacer que el negocio sea una parte de la solución.
- Las empresas tienen que ganarse su licencia para operar, innovar y crecer.
- Innovación y desarrollo de la tecnología son cruciales para el desarrollo sostenible.
- La eficiencia ecológica —hacer más con menos— es la esencia de las oportunidades empresariales para el desarrollo sostenible.
- Los ecosistemas en equilibrio-un requisito previo para las empresas.
- La cooperación está reñida con el enfrentamiento.

Como ejemplo de la relevancia de todos estos principios que hemos esquematizado aquí, la siguiente tabla muestra el porcentaje de empresas europeas que mencionan

al menos el Pacto Mundial de Naciones Unidas, los Principios de la OCDE o e ISO 26000 a la hora de establecer sus políticas de responsabilidad social corporativa².

% of Companies referring to at least one of: UN Global Compact, OECD Guidelines for MNEs and ISO 26000



En este estudio de la Comisión Europea, el 68% de las empresas europeas hacen mención a sus políticas de responsabilidad social corporativa y el 40% al menos hizo mención a uno de los principios expuestos en este apartado.

- Otros Principios, estándares, y acercamientos a la RSC

AccountAbility 1000 (AA1000)

Accountability es un término con una difícil traducción al castellano. Aunque en parte es equivalente a 'responsabilidad', en ámbito empresarial se encuentra asociado a la transparencia y la rendición de cuentas. AA1000 es una norma que garantiza todo esto. Su propósito es proporcionar a las empresas una serie de estándares para asegurarlo. Para ello se basan en tres principios:

- El principio básico de **inclusividad**: **implicar a los stakeholders y ser responsable con ellos.**
- El principio de **relevancia**: **tener capacidad para determinar qué asuntos son de importancia para la organización y los stakeholders.**

2. "An Analysis of Policy References made by large EU Companies to Internationally Recognised CSR Guidelines and Principles", Marzo 2013, Comisión Europea.

- El principio de **capacidad de respuesta**: los procesos que se ponen en marcha en una organización para reaccionar ante las expectativas de los stakeholders.

ISO 26000

ISO 26000 es una Norma Internacional de ISO (*International Organization for Standardization*) que orienta sobre cómo desarrollar una política de responsabilidad social en la empresa. ISO 26000 está diseñada para ser utilizadas por todo tipo de organizaciones, en cualquier sector y tanto público y privado y está llamada a convertirse en una de las herramientas básicas de estandarización del concepto de responsabilidad empresarial. ISO26000 se refiere a diversos temas de responsabilidad:

- Gobierno de la organización.
- Derechos humanos.
- Prácticas Laborales.
- Medio ambiente.
- Prácticas conforme a la legislación.
- Consumidores.
- Comunidades y desarrollo local.

Acorde a estos temas, ISO26000, desarrolla siete principios fundamentales de responsabilidad social:

- Rendición de cuentas.
- Transparencia.
- Comportamiento ético.
- Respeto a los intereses de las partes interesadas.
- Respeto al principio de legalidad.
- Respeto a la normativa internacional de comportamiento.
- Respeto a los derechos humanos.

FTSE For Good

FTSE, que tiene su origen en el Financial Times y la London Stock Exchange, es una compañía dedicada a la elaboración de índices bursátiles. Dentro de las tablas que proporciona, la serie FTSE4Good incluye la cotización de aquellas empresas que cumplen con determinados estándares internacionales de sostenibilidad y responsabilidad.

La selección se hace atendiendo a los siguientes criterios:

- Criterios negativos: el índice excluye a la industria del tabaco, armas y mecanismos bélicos, energía nuclear, civil y militar.
- Criterios positivos: evalúa la actuación de las sociedades en relación con: la sostenibilidad medioambiental; atención a las instancias sociales y relaciones con los interesados; sistemas de gestión; prácticas de negocio y comportamiento; derechos humanos (códigos de conducta específicos para el respeto de los derechos humanos, respeto a los principales estándares de la Organización Internacional del Trabajo —OIT—); adhesión a iniciativas a favor del respeto de los derechos humanos.

Estos índices permiten a los inversores y a otras empresas conocer qué compañía están actuando de una forma responsable y sostenible. Para permanecer en el índice, las empresas son sometidas a exámenes periódicos (dos veces por año, por ejemplo).

Entre esta serie de índices se encuentra el FTSE4Good Ibex 35, que junto a Bolsas y Mercados Españoles (BME), mide la sostenibilidad de las compañías española que operan en el índice bursátil de las 35 empresas más capitalizadas de la Bolsa española.

Dow Jones Sustainability Index (DJSI)

Lanzado en 1999, el índice de sostenibilidad Dow Jones fue creado por Dow Jones Indexes (el indicador con sede en Nueva York), Stoxx Limited (gestor del índice europeo) y SAM (Sustainable Asset Management) y su objetivo es integrar a aquellas compañías cotizadas que pueden considerarse responsables y que actúan conforme al concepto de desarrollo sostenible. Para ello, se evalúan 50 criterios de cada empresa aspirante a entrar en el índice en base a las tres dimensiones clásicas del desarrollo sostenible, a saber:

- Económica: código de conducta, Gobierno Corporativo, gestión de crisis y riesgos, etc.
- Ambiental: eco eficiencia, análisis medioambiental, etc. y criterios específicos relacionados con el sector).
- Social: ciudadanía corporativa y filantropía, indicadores laborales, desarrollo de capital humano, análisis social, atracción y detección del talento, etc.

Global Reporting Initiative (GRI)

La versión GRI se encuentra actualmente trabajando en una nueva generación de directrices (G4) con los siguientes objetivos:

- Mayor sencillez de cara a una mejor comprensión de las directrices.
 - Mejorar la calidad técnica de los contenidos, evitando ambigüedades e interpretaciones.
 - Mayor armonización con otros estándares de la RSC, especialmente los relacionados con la divulgación de información no financiera, como el informe integrado de IIRC (ver más adelante), y con el GHG Protocol sobre emisiones de gases de efecto invernadero.
 - Mayor relevancia y mejores orientaciones sobre la materialidad, el diálogo con grupos de interés y la cadena de valor.
-
- **La RSC y el acercamiento a los stakeholders en Iberoamérica**

A continuación se describirá el marco normativo y las entidades, encuadradas en la RSC, en algunos países iberoamericanos:

España

En consonancia con las pautas adoptadas por el grupo de países del llamado G20 y con las decisiones de la Unión Europea, el Gobierno español ha impulsado un conjunto de acciones dirigidas a reforzar nuestro sistema financiero y a establecer una Estrategia para una Economía Sostenible. Dicha estrategia se fundamenta en:

- **Ley de la Economía Sostenible, Marzo de 2011.** Esta ley aborda, transversalmente y con alcance estructural, muchos de los cambios necesarios para incentivar y acelerar el desarrollo de una economía más competitiva y más innovadora, acorde con los principios de sostenibilidad. Los puntos tratados en esta ley son:
 - Concepto de economía sostenible.
 - Conjunto de reformas en el sector público que se orientan a garantizar un entorno económico eficiente y de apoyo a la competitividad de la economía española.
 - Conjunto de reformas con la finalidad de incidir directamente en la mejora de la competitividad del tejido económico español.
 - Sostenibilidad ambiental, reformas globales de los sectores afectados (modelo energético, reducción de emisiones, el transporte y la movilidad sostenible y la rehabilitación y la vivienda).
 - Instrumentos necesarios para la aplicación y evaluación de la ley. Recogiendo como instrumento financiero el Fondo de Economía Sostenible cuyo fin es apoyar a los particulares en el desarrollo de los principios y objetivos contenidos en la Ley.
 - Definición de responsabilidad por incumplimiento de las normas de Derecho comunitario.

- **Ley 19/2013 sobre transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno.** Dicha ley tiene un triple alcance:
 - Incrementa y refuerza la transparencia en la actividad pública articulándose a través de obligaciones de publicidad activa para todas las Administraciones y entidades públicas.
 - Reconoce y garantiza el acceso a la información, regulado como un derecho de amplio ámbito subjetivo y objetivo.
 - Establece las obligaciones de buen gobierno que deben cumplir los responsables públicos así como las consecuencias jurídicas derivadas de su incumplimiento convirtiéndose así en una exigencia de responsabilidad para todos los que desarrollan actividades de relevancia pública.
- **Plan Nacional de RSC.** Este Plan tiene por objetivo la orientación de las acciones y la toma de decisiones de las organizaciones hacia aquellos asuntos que resultan prioritarios y materiales en el corto y medio plazo, tanto para su viabilidad económica como para atender las expectativas de sus grupos de interés. Adicionalmente, tiene el objetivo de difundir los valores de la RSE en el conjunto de la sociedad, haciendo especial hincapié en las pequeñas y medianas empresas que constituyen el 99,6% del total del tejido empresarial. De esta forma se pretende contribuir al desarrollo sostenible de la sociedad española, impulsando modelos de gestión responsables que velen tanto por la competitividad y crecimiento de la economía como por el desarrollo de las personas y el respeto por el medio ambiente. Más concretamente, en dicho Plan se establecen los siguientes objetivos:
 - Impulsar y promover los criterios de la RSE en España, tanto en las empresas como en las organizaciones públicas.
 - Extender los valores y las prácticas de la RSE, también a las pequeñas y medianas empresas.
 - Identificar y promover la RSE como atributo de competitividad, de sostenibilidad y de cohesión social.
 - Difundir los valores de la RSE en el conjunto de la sociedad.
 - Crear un marco de referencia común para todo el territorio en materia de RSE.

Estos objetivos, a su vez, se materializan en 10 líneas de actuación:

- Promoción de la RSE como elemento impulsor de empresas más competitivas y productivas.
- Integración de la RSE en la educación, la formación y en la investigación.
- Aumento de la confianza y fortalecimiento de la Marca España.
- Gestión responsable de los recursos humanos y fomento del empleo de calidad.
- Inversión socialmente responsable.

- Innovación sostenible e inversión en I+D+i.
 - Relación con los proveedores y fomento del emprendimiento.
 - Consumo responsable.
 - Respeto al medio ambiente.
 - Coordinación, participación y cooperación al desarrollo.
- **CERSE: Consejo Estatal de RSC.** Se trata de Órgano adscrito al Ministerio de Trabajo e Inmigración que tiene un carácter "asesor y consultivo". Está encargado del impulso y fomento de las políticas de Responsabilidad Social de las Empresas y se constituye en el marco de referencia para el desarrollo de esta materia en España.

México

En México, uno de los principales avances en el campo de la RSC es haber logrado el consenso de los principales organismos empresariales y de responsabilidad social sobre un concepto y un marco ideológico común, lo que, sin duda, facilita su difusión y comprensión.

En lo referente al marco normativo y entidades, encuadradas en la RSC debemos destacar:

- **Ley Federal de la Responsabilidad Ambiental, Junio 2013.** La Secretaría de Medio Ambiente mexicana publicó en junio de 2013 un decreto por el que se expide la Ley Federal de Responsabilidad Ambiental, así como reformas, adiciones y derogaciones a diversas legislaciones en materia de equilibrio ecológico, desarrollo forestal y vida silvestre, entre otras. Dicha legislación establece que toda persona física o moral que con su acción u omisión ocasione directa o indirectamente un daño al entorno natural, estará obligada a la reparación de los daños o a la compensación ambiental, y a realizar las acciones necesarias para evitar el incremento de los efectos. El decreto establece diversas disposiciones a los artículos 168, 169 y 176 de la Ley General del Equilibrio Ecológico y la Protección al Ambiente, sobre las sanciones para el responsable de los daños y las medidas a realizar para corregir las violaciones e irregularidades observadas, así como los plazos para su cumplimiento.
- **Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros (LPDUSF) 1995 (última modificación en el 2014).** Su objeto es la protección y defensa de los derechos e intereses del público usuario de los servicios que prestan las Entidades financieras.

- **Lanzamiento IPC sustentable (Diciembre 2011) (Bolsa de Mercado de Valores).** La tendencia internacional y el entorno actual, exigen nuevas iniciativas que fomenten una mayor responsabilidad social por parte de las empresas y de los mercados de valores.
Los Índices de Sustentabilidad permiten dar seguimiento al desempeño de compañías en temas de cuidado ambiental, responsabilidad social y Gobierno Corporativo. Al demostrar resultados positivos en estos 3 criterios las empresas podrán acceder a capital de inversionistas preocupados por el futuro que analizan posibles oportunidades de inversión.
- **Cemefi (Centro Mexicano para la Filantropía).** Se trata de una asociación privada, sin ánimo de lucro. Una de sus iniciativas de mayor relevancia fue la creación, hace unos años, de un sello basado en indicadores de responsabilidad social, el distintivo ESR, que cataloga a una compañía como Empresa Socialmente Responsable. En el 2013, las empresas que obtuvieron el Distintivo ESR del Cemefi, el cual diagnostica prácticas responsables, fueron 774, lo que significa 86 más que las 688 que lo alcanzaron en el 2012.
- **La Alianza por la Responsabilidad Social Empresarial (AliaRSE).** Es una organización nacida en 2001 a partir de la alianza entre la Confederación de Cámaras Industriales de los Estados Unidos Mexicanos (CONCAMIN), el Centro Mexicano para la Filantropía (CEMEFI), el Consejo Coordinador Empresarial (CCE), la Confederación Patronal de la República Mexicana (COPARMEX), la Unión Social de Empresarios de México (USEM), Caux Round Table Mexico e Impulsa, que está comprometida e interesada en promover la RSE en México. Los principales objetivos de AliaRSE son:
 - Soportar y fortalecer las organizaciones de empresas existentes comprometidas con RSE (Responsabilidad Social Empresarial) en México, a través del intercambio de informaciones, investigaciones, productos, servicios y redes de contactos.
 - Estimular la creación de nuevas organizaciones de empresas comprometidas con RSE, mediante el desarrollo de productos y servicios que les ayuden a construir y a desarrollar su capacidad de atender las necesidades de sus miembros. Las áreas estratégicas de atención incluyen: estructura de organización, acceso a la investigación y a la información sobre RSE, ayuda sobre cómo ofrecer mejor soporte a los miembros, tecnologías de información y materiales de mercadotecnia.
 - Proporcionar a las empresas y organizaciones afiliadas a miembros de AliaRSE un vehículo y una oportunidad de compartir sus experiencias, identificar oportunidades de colaborar y acceso a redes de contactos con una serie de conferencias y de seminarios continentales y nacionales.

- Identificar afiliados convenientes en los sectores público y no gubernamental y promover colaboración en proyectos de soporte que atacan la pobreza y marginación, benefician el desarrollo de comunidades, la protección del medio ambiente, los derechos humanos y otras iniciativas para mejorar el bienestar de la población mexicana.

Perú

- **Programa Perú Responsable (Decreto Supremo N°015-2011-TR el 20 de Setiembre del 2011).** Este Programa promueve la Responsabilidad Social Empresarial (RSE) generadora de empleo, empleabilidad y emprendimiento en la población a nivel nacional.
 - Empleo: promueve la generación de empleo dependiente y formal, con énfasis en jóvenes, personas con discapacidad y mujeres jefas de hogar.
 - Empleabilidad: promueve el desarrollo de competencias laborales de la población beneficiaria en su ámbito de intervención; o que implementen y fortalezcan centros de formación profesional vinculados a la demanda laboral.
 - Emprendimiento: promueve la generación de oportunidades de autoempleo e iniciativas de emprendimiento productivo y formal. Otra de sus líneas de acción es promover tanto el registro de las empresas socialmente responsables como certificación de las empresas que acrediten las prácticas de responsabilidad social. El programa se creó para contribuir a la disminución de la pobreza, cumpliendo con las políticas de inclusión social, y mayor presencia del Estado.
- **Código de Bueno Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.** El Código se orienta a brindar una versión actualizada que recoja los mejores estándares de buen Gobierno Corporativo identificados a nivel global y local, aplicables a la realidad peruana, poniendo especial énfasis en los nuevos avances experimentados en este campo, en especial en la dinámica de la Junta General de Accionistas (propiedad), el Directorio (administración) y la Alta Gerencia (gestión ordinaria), así como en la implementación de una adecuada gestión de riesgos; todo ello con el objeto de propiciar que se establezcan controles recíprocos y que las sociedades funcionen de manera eficiente.
- **Perú 2021.** Se trata de una asociación civil sin fines de lucro, liderada por empresarios socialmente comprometidos, que trabaja para lograr una visión nacional compartida, y por la difusión y promoción de la Responsabilidad Social (RS) como metodología de gestión empresarial, para que la empresa se convierta en agente de cambio para alcanzar el Desarrollo Sostenible del Perú. Representa al World Business Council for Sustainable Development-WBCSD

en el Perú, una coalición de más de 200 empresas comprometidas con la responsabilidad social y el desarrollo sostenible a nivel mundial. Son miembros fundadores de FORUM EMPRESA, una alianza hemisférica de organizaciones empresariales que promueve el desarrollo de la RS en las Américas. Asimismo son "Registered Organizational Stakeholder" del Global Reporting Initiative (GRI) y la única organización peruana acreditada como "Certified Training Partner" del GRI.

Colombia

- **Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014.** Este plan tiene por objetivo consolidar la seguridad con la meta de alcanzar la paz, dar un gran salto de progreso social, lograr un dinamismo económico regional que permita desarrollo sostenible y crecimiento sostenido, más empleo formal y menor pobreza y, en definitiva, mayor prosperidad para toda la población. Para ello se establecen 4 ejes:
 - **Innovación** en las actividades productivas nuevas y existentes, en los procesos sociales de colaboración entre el sector público y el sector privado y, en el diseño y el desarrollo institucional del Estado.
 - **Buen Gobierno** como principio rector en la ejecución de las políticas públicas, y en la relación entre la Administración y el ciudadano.
 - Mayor y mejor **posicionamiento internacional** de Colombia en los mercados internacionales, en las relaciones internacionales, y en la agenda multilateral del desarrollo y de la cooperación para alcanzar la relevancia internacional propuesta.
 - Una sociedad para la cual la **sostenibilidad ambiental**, la adaptación al cambio climático, el acceso a las tecnologías de la información y las comunicaciones y el desarrollo cultural sean una prioridad y una práctica como elemento esencial del bienestar y como principio de equidad con las futuras generaciones.
- **CECODES.** Fue creado en 1993 por empresarios colombianos preocupados por el desarrollo y el futuro del país. Este grupo decidió ofrecer el liderazgo del sector empresarial para orientar al país hacia el desarrollo sostenible, entendido como equilibrio entre el crecimiento económico, el progreso social y el balance ecológico.
CECODES es el capítulo colombiano del Consejo Empresarial Mundial para el Desarrollo Sostenible, WBCSD por sus siglas en inglés, que reúne a 200 compañías líderes en el mundo, unidas por el compromiso con el desarrollo sostenible a través de sus tres pilares: crecimiento económico, balance ecológico y progreso social, sus afiliados provienen de más de 35 países y de sectores industriales. En Colombia CECODES está conformado por un grupo de empresas

convencidas que el Desarrollo Sostenible es una opción para lograr una mayor rentabilidad, mejorar la calidad de vida de las personas y utilizar racionalmente los recursos naturales.

- **Agencia Presidencial para la Acción Social y la Cooperación Internacional (Acción Social).** Entidad del gobierno nacional colombiano que busca movilizar a Colombia para superar la pobreza extrema, avanzar en la reconciliación y liderar la agenda de cooperación internacional del país. Dentro de su labor están la coordinación del Sistema Nacional de Atención a la Población Desplazada, la Red para la Superación de la Pobreza Extrema (Unidos), el Sistema Nacional de Cooperación Internacional y el Centro de Coordinación de Acción Integral. Asimismo, beneficia a los más pobres con programas como Familias en Acción, generación de ingresos, obras de infraestructura, seguridad alimentaria y con su acción contribuye a la generación de condiciones para la paz y la prosperidad con programas como el Grupo de Desarrollo y Paz.
- **Corporación Fenalco Solidario.** Entidad del comercio organizado que viene trabajando desde 1990 en programas de Responsabilidad Social, buscando siempre la armonía entre las personas y de estas con el entorno. La Corporación Fenalco Solidario Colombia trabaja para que los empresarios y la sociedad, se comprometan a realizar acciones socialmente responsables que contribuyan a la sostenibilidad y la armonía en el planeta.

Argentina

- **Ley 8.583 de 13/09/13 que modifica la anterior ley 8.488 de 24/10/2012 sobre Responsabilidad Social Empresarial.** Cuyo objeto es promover conductas socialmente responsables de las empresas y organizaciones en general, en el diseño y materialización de sus políticas, con el fin que se cumpla una objetiva valoración y evaluación de la sustentabilidad social, ambiental, económica y financiera. Para ello se fija el marco jurídico del Balance de Responsabilidad Social y Ambiental Empresaria (BRSAE).
- **IARSE, Instituto Argentino de Responsabilidad Social Empresarial.** El objetivo principal de IARSE es la creación valor para las empresas y la sociedad trabajando junto al mundo de los negocios y generando herramientas de gestión, redes y mecanismos de información e intercambio de experiencias. Promueve además la colaboración mutua entre las compañías que han decidido hacer de su conducta responsable un valor a partir del cual contribuyen a la construcción de una sociedad más justa y sustentable. Entre las actividades llevadas adelante por el IARSE, se pueden mencionar:

- Promoción y difusión del concepto y la práctica de la RSE y su evolución.
 - Desarrollo y publicación de herramientas de gestión.
 - Intercambio de experiencias y networking entre pares que practican la RSE.
 - Apoyo y asistencia técnica a núcleos regionales de empresarios por la RSE.
- **El Consejo Empresario Argentino para el Desarrollo Sostenible (CEADS)**. Es una organización de empresarios no sectorial que aglutina a 63 empresas de diferentes sectores industriales radicadas en Argentina, unidas por el compromiso común del desarrollo sostenible. Es el capítulo argentino del World Business Council for Sustainable Development (WBCSD). Fue fundada en 1992 y cuenta con un Grupo de Trabajo de RSE. Es miembro de la Red Argentina del Pacto Global y fue integrante del Comité Espejo Nacional para la elaboración de la ISO 26000 en Responsabilidad Social en el sector de Industria. Sus principales objetivos son:
 - Ser líder empresarial en la promoción del desarrollo sostenible.
 - Participar en la generación de políticas públicas para crear las condiciones del entorno adecuadas para una contribución efectiva al desarrollo.
 - Desarrollar y promover el caso empresarial mostrando que se hace lo que se dice.
 - Demostrar la contribución empresarial con soluciones sostenibles y compartir herramientas de vanguardia entre los miembros.
 - Contribuir a un futuro sostenible para países en desarrollo y transición.

Brasil

- **Instituto Ethos de Empresas de Responsabilidad Social**. Es una organización sin fines lucrativos, caracterizada como OSIP (Organización de la sociedad civil de interés público). Su misión es movilizar, sensibilizar y ayudar a las empresas a gestionar sus negocios de forma socialmente responsable, haciéndolas compañeras en la construcción de una sociedad justa y sostenible.
- **Programa CEBDS por un País Posible**. Se trata de un conjunto de propuestas en el ámbito de la sustentabilidad presentado por el Consejo Empresarial Brasileño para el Desarrollo Sostenible. El documento fue elaborado a petición de los CEO de las empresas miembro del Consejo. La propuesta tiene cinco objetivos macro que abarcan 22 temas transversales de sostenibilidad en áreas como la educación, saneamiento, Equidad, Biodiversidad, Gestión de Recursos Hídricos, Energía y Movilidad, entre otros. Participaron en el programa las empresas Abalatas, Basf, Bayer, Kirin Brasil, Braskem, BRF, DNV, Dow Latinoamérica, Ecofrotas, EY, GE, Lafarge, Masisa, Monsanto, PepsiCo, Pirelli, Renova

Energía, Solvay Rhodia Group, Schneider Electric Company, Shell, Siemens, Syngenta, Unilever y Wal-Mart.

La medida representa un avance histórico en la relación entre los sectores público y privado, cuando por primera vez las grandes empresas presentan propuestas de desarrollo sostenible. Los principales objetivos del documento son:

- **Agregar valor a los productos de la industria brasileña.** Fortalecer el «Sello Brasil» para diferenciarse en los mercados internacionales mostrando a los productos brasileños con emisiones más limpias y niveles más bajos de la matriz energética de CO₂.
- **Promover y proteger los activos brasileños y los recursos naturales.** Regular y fomentar el pago por servicios ambientales de los proyectos presentados por empresas privadas a través de la deducción de los impuestos adeudados
- **La Ley Rouanet estándar.** Instituir un nuevo marco legal de la herencia genética, reducir la burocracia para el acceso a la biodiversidad y los conocimientos tradicionales de una manera sostenible. Establecer una política de subsidio a las tarifas para el consumo de agua y un uso más inteligente de la energía en la industria, el comercio y los entornos rurales.
- **Ampliar el acceso a la infraestructura y los servicios básicos y de calidad para la población.** Establecer metas de mejoras en los indicadores de saneamiento, con pena o recompensa, y fomentar la expansión de las asociaciones con el sector privado. Promover una mejora sistémica en la calidad de la educación básica, incluyendo los modelos de gestión compartida con el sector privado.
- **Promover la eficiencia y la calidad de vida en los centros urbanos brasileños.** Establecer los requisitos para la construcción sostenible certificada, apuntando el bajo impacto ambiental, como el estímulo de los sistemas solares de calefacción, la racionalización del uso del agua y el reciclaje de residuos. Ampliar la oferta de calidad de transporte público, los modos diversificados y la informatización de la operación y supervisión.
- **Liderar la transición a la economía baja en carbono.** Crear políticas regionales que impulsen nuevas fuentes, con el fin de construir una matriz energética más equilibrada. Establecer las políticas para fomentar la inversión en redes inteligentes para ampliar la energía inteligente y la generación distribuida, incluso a través de fuentes limpias y renovables.

Chile

- **Consejo de Responsabilidad Social para el Desarrollo Sostenible.** Consejo creado en 2013 y encabezado por el Ministro de Economía, Fomento y Turismo, y compuesto además por instituciones de gobierno, miembros de la sociedad civil y representantes del sector académico y empresarial para la definición de una política pública en RS.
- **Estrategia Nacional de Responsabilidad Social para el Desarrollo Sostenible en Chile 2013-2015.** Este documento busca ser una hoja de ruta para la gestión pública en materia de responsabilidad social, y detalla los objetivos y acciones prioritarias para el desarrollo de una política nacional en la materia, identificando las principales deficiencias y estableciendo cuatro ejes de acción para superarlas: estrategia, proyección internacional, difusión y diálogo. Este Plan propone acciones concretas de corto y largo plazo como incentivar las buenas prácticas, a través de mecanismos de reconocimiento público como el programa Sello Pro Pyme —que distingue a las empresas que pagan en menos de 30 días a sus pequeños proveedores— o la elaboración de reportes de sostenibilidad por parte de las empresas tanto públicas como privadas.
- **Acción RSE.** Es una organización sin fines de lucro que agrupa a empresas socias que trabajan por la Responsabilidad Social Empresarial y el desarrollo sustentable en Chile. Ser parte de Acción RSE significa unirse a una red de empresas líderes comprometidas con las personas y el planeta para lograr una sociedad más próspera y justa, a través de negocios exitosos y sustentables.
- **PROhumana.** Organización chilena —sin fines de lucro, no partidista, independiente y autosustentable— que actúa desde prismas reflexivos y críticos, formada por personas que buscan identificar, promover y coordinar buenas prácticas para un desarrollo humano sustentable e integral. Su misión es promover una cultura de RSE y responsabilidad ciudadana en Chile a través de una ciudadanía proactiva, expresada en personas, instituciones y empresas, mediante el desarrollo de conocimientos; la creación de espacios de diálogo que recojan la diversidad; y la generación de acciones trisectoriales específicas. Sus principales líneas de actuación son:
 - Investigación y desarrollo del conocimiento.
 - Sensibilización de actores de la sociedad.
 - Constitución y coordinación de redes de cooperación.
 - Servicios de asesoría especializada.
 - Desarrollo de metodologías, evaluación y promoción de la RSE.

- Promoción de espacios de diálogo, reflexión y encuentros.
- Creación de nuevos proyectos.

Costa Rica

- **AED Asociación Empresarial para el Desarrollo.** Es una organización sin fines de lucro que promueve la Responsabilidad Empresarial y la Inversión Social Estratégica del sector productivo mediante la orientación práctica, la instalación de capacidades, el intercambio de buenas prácticas y la conformación de alianzas en temas prioritarios para la Competitividad y el Desarrollo Sostenible del país. Se trata de una alianza de más de 110 empresas privadas y públicas conscientes que mediante la incorporación de buenas prácticas hacia los distintos públicos de interés en la gestión del negocio, el sector establece relaciones más sostenibles en una sociedad con mayor desarrollo económico, social y ambiental. Pertenecen a otras organizaciones internacionales como Forum Empresa, el World Business Council for Sustainable Development y la Red Centroamericana de Promoción de la RSE.
- **Modelo de Responsabilidad Social Empresarial para Costa Rica.** En el 2004, AED presentó al país el Modelo de Responsabilidad Social Empresarial para Costa Rica. El modelo resultó de un largo proceso de investigación en el cual participaron unos 250 representantes de todos los sectores de la sociedad. Este modelo vino acompañado de una herramienta de autoevaluación y benchmarking que permite a las empresas evaluar el estado de incorporación de la RSE en su modelo de negocios. Este modelo fue homologado en el 2008 con toda la región centroamericana como parte del proyecto de regionalización de la RSE en Centroamérica, donde nació la Red Centroamericana de RSE: **IntegraRSE**. Se lograron definir objetivos comunes y estandarizar criterios. Además, se establecieron indicadores comunes para que el sector productivo centroamericano pueda mejorar continuamente su forma de hacer negocios. Los indicadores se plasmaron en la herramienta IndicaRSE que permite medir el nivel de conducta socialmente responsable que tienen las organizaciones. Las áreas identificadas como prioritarias para un modelo de RSE en Costa Rica, incluidas en IndicaRSE, se enmarcaron en lo que se llamó Heptágono de RSE, basados en el enfoque propuesto por Forum Empresa. El heptágono está formado por siete áreas en las que la empresa debe enfocarse de manera integral para alcanzar una conducta de responsabilidad con la sociedad donde se desarrolla: gobernabilidad, público interno, medio ambiente, proveedores, mercadeo responsable, comunidad y política pública.

Ecuador

- **CERES Consorcio Ecuatoriano para la Responsabilidad Social.** Es una red compuesta por empresas públicas, privadas, fundaciones empresariales y organizaciones de la sociedad civil que promueven el concepto y las mejores prácticas de Responsabilidad Social Corporativa con enfoque al negocio núcleo de la empresa, para que ellas se transformen en movilizadoras de una sociedad más justa y sostenible.
- **El Instituto de Responsabilidad Social Empresarial (IRSE).** Es una organización privada, sin fines de lucro, que impulsa la práctica, la aplicación de acciones concretas y la implementación de un modelo de Responsabilidad Social.

Bolivia

- **Reglamento de responsabilidad social empresarial para las entidades de intermediación financiera.** Este reglamento tiene por objeto definir las líneas de RSC a seguir por las entidades financieras:
 - Rendición de cuentas ante la sociedad en general.
 - Transparencia.
 - Comportamiento ético.
 - Respeto a los intereses de las partes interesadas.
 - Respeto a las leyes.
 - Respeto a los derechos humanos.
- **Ley nº393 Ley de Servicios Financieros, 21 Agosto 2013.** En el artículo 4 de esta ley se hace referencia a la función social de los servicios financieros estableciéndose que deben cumplir la función social de contribuir al logro de los objetivos de desarrollo integral para el vivir bien, eliminar la pobreza y la exclusión social y económica de la población. Del mismo modo se recoge que tanto el Estado de Bolivia como las entidades financieras en él comprendidas deben velar porque los servicios financieros que presten, cumplan mínimamente con los siguientes objetivos:
 - Promover el desarrollo integral para el vivir bien.
 - Facilitar el acceso universal a todos sus servicios.
 - Proporcionar servicios financieros con atención de calidad y calidez.
 - Asegurar la continuidad de los servicios ofrecidos.
 - Optimizar tiempos y costos en la entrega de servicios financieros.
 - Informar a los consumidores financieros acerca de la manera de utilizar con eficiencia y seguridad los servicios financieros.

- **Fondo Verde.** La misión de Fondo Verde es la de contribuir a la conservación y manejo sostenible de los recursos naturales y del medio ambiente desde la justicia y solidaridad, participando en la ejecución y administración de proyectos estratégicos de desarrollo ambiental en el ámbito local, nacional e internacional.
- **El Consejo Empresarial para el Desarrollo Sostenible (CEDES).** Es el capítulo boliviano del World Business Council for Sustainable Development (WBCSD). Fue constituido en Bolivia en 2003 como una fundación sin fines de lucro. Sus miembros son empresas que operan en Bolivia, con presencia nacional e internacional, que buscan lograr de forma responsable un desarrollo sostenible con enfoque económico, social y ambiental. CEDES tiene como finalidad conjugar de forma adecuada programas, proyectos y acciones que reflejen la Responsabilidad Social Empresarial (RSE) y el manejo ambiental adecuado como el mejor camino para incrementar la competitividad de las empresas promoviendo el desarrollo de nuevas iniciativas nacidas de la sociedad. Las principales líneas de actuación son:
 - **Proyecto Sembrando Gas.** Conformado por la alianza estratégica de la empresa estatal del petróleo, la cooperación internacional y la empresa privada, viene cooperando a establecimientos educativos fiscales (EEFs) de Bolivia con conexiones de gas natural y provisión de equipos desde el año 2004. El objetivo del proyecto en sus tres etapas ha sido la de contribuir a mejorar la calidad de vida de los niños y jóvenes de Bolivia.
 - **Programa Negocios Inclusivos.** Nace por la iniciativa del WBCSD y la Agencia de Cooperación Holandesa (SNV) de trabajar conjuntamente impulsando negocios innovadores que beneficien a los sectores pobres (negocios inclusivos). CEDES Bolivia, como miembro de la red del WBCSD, y la agencia local del SNV, desarrollan y difunden el concepto de negocios inclusivos en Bolivia como una solución sostenible que contribuya a la reducción de la pobreza, con la participación y el liderazgo del sector privado.
- **Organizaciones Multilaterales**

Por lo que se refiere a organismos supranacionales o multilaterales, podemos señalar las siguientes iniciativas:

Unión Europea

El marco de la RSC en Europa tiene como principal fuente actual la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, de 25 de octubre de 2011, titulada "*Estrategia*

Renovada de la Unión Europea para 2011-2014 sobre Responsabilidad Social de las Empresas".

En este documento se les pide los Estados miembros esencialmente a:

- elaborar y/o actualizar planes o acciones prioritarias para promover la RSC en apoyo de la Estrategia Europea 2020,
- realizar avances en aspectos como el consumo y las compras públicas responsables,
- la incorporación de la RSE en la formación y también en los criterios de inversión, poniendo como telón de fondo la propuesta legislativa de transparencia de aspectos no financieros,
- vincular la RSE no sólo a gestión de riesgos sino a competitividad, crecimiento y creación de valor compartido.

Además, recomienda a las empresas, entre otras cosas,

- tomar en consideración alguno de los principios y directrices de RSC internacionales de adhesión voluntaria,
- adoptar un planteamiento estratégico a largo plazo sobre la RSC,
- y mejorar la divulgación de su rendimiento e impactos sociales y ambientales.

La Comisión Europea también ha iniciado la elaboración de orientaciones a las empresas sobre derechos humanos o la elaboración de un código de buenas prácticas sobre auto- y co- regulación.

Es importante resaltar la importancia de la información no financiera. Desde 2006, el Parlamento Europeo ha venido solicitando a la Comisión Europea arrancar iniciativas para reforzar el marco legal europeo en relación con la divulgación de este tipo de información.

Entre los hitos más destacados al respecto se encuentran el Acta del Mercado Único, donde se recoge que la Comisión presentará una propuesta legislativa sobre la transparencia de la información social y ambiental facilitada por las empresas de todos los sectores, una consulta pública realizada al efecto en 2011³.

3. En dicha consulta pública la mayoría de los encuestados estimaron que resulta importante una mejor información sobre los siguientes aspectos: (1) si la sociedad cuenta o no con una política de RSC (y, en caso de contar con ella, como se implanta), (2) los principales riesgos y oportunidades de negocios que surgen de los asuntos sociales y medioambientales y la forma en la que se tienen en cuenta en la estrategia empresarial, y (3) la información clave sobre otros aspectos específicos. Por lo general, los encuestados consideraron que podría valorarse el hecho de informar sobre aspectos no financieros en base a principios generales internacionales tales como los vistos en este capítulo.

Las alternativas que en principio se barajan en relación a esto son:

- Marco voluntario para la divulgación de la información.
- Marco "cumplir o explicar" para determinados aspectos.
- Aspectos de obligado reporte. En la actualidad varios países han regulado la publicación de información no financiera, como Suecia, Dinamarca, Brasil o Francia, país este último donde se ha publicado recientemente el Decreto no 2012-557, de 24 de abril de 2012, sobre las obligaciones de transparencia de las empresas en materia social y ambiental.

Banco Mundial

El Banco Mundial, a través de la Corporación Financiera Internacional (CFI), su brazo para el sector privado, fomenta la inversión sostenible del sector privado en los países en desarrollo, para así ayudar a reducir la pobreza y mejorar la calidad de vida de la población.

CFI es un inversionista y asesor internacional abocado a promover, entre sus países miembros, el desarrollo, proyectos viables que sean redituables, financiera y comercialmente fuertes y sostenibles, desde el punto de vista ambiental y social.

CAF

CAF-banco de desarrollo de América Latina centra sus líneas de acción en la promoción de la RSE en medio ambiente, con su programa latinoamericano del Carbono, Energía Limpia y Alternativas entre otros, en desarrollo social comunitario y es muy activo estableciendo pautas de Gobierno Corporativo, específicamente con los lineamientos para un código andino de Gobierno Corporativo.

También al pequeño emprendedor y a iniciativas productivas locales, la potenciación de cadenas de valor competitivas y apoyo a proveedores locales, así como todo el desarrollo del trabajo en la base de la pirámide.

BID

El Grupo del BID está integrado por el Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Interamericana de Inversiones (CII) y el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN).

La CII se ocupa principalmente de apoyar a la pequeña y mediana empresa, y el FOMIN promueve el crecimiento del sector privado mediante donaciones e inversiones, con énfasis en la microempresa. Los recursos del FOMIN financian proyectos

encuadrados en tres categorías: Marco empresarial, Desarrollo empresarial, Democracia financiera.

Dentro de la categoría Desarrollo Empresarial los proyectos que se financian están relacionados con la RSE. El FOMIN apoya el desarrollo de normas nacionales y regionales de RSE, ayuda a las Pymes a implementar estas medidas y se enfoca en asociarse con grandes empresas interesadas en inversiones socialmente responsables.

El BID tiene como ejes actuales de la RSC el apoyo al pequeño emprendedor y a iniciativas productivas locales, la potenciación de cadenas de valor competitivas y apoyo a proveedores locales, así como todo el desarrollo del trabajo en la base de la pirámide.

CEPAL

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) es una de las cinco comisiones regionales de las Naciones Unidas y su sede está en Santiago de Chile. Se fundó en 1948 para contribuir al desarrollo económico de América Latina, coordinar las acciones encaminadas a su promoción y reforzar las relaciones económicas de los países entre sí y con las demás naciones del mundo.

LA CEPAL centra sus esfuerzos en promoción de la RSC en las áreas de innovación social e impacto social y ambiental de las operaciones empresariales.

Naciones Unidas

Al margen del pacto mundial ya mencionado, cabe resaltar los principios rectores sobre las empresas y los derechos humanos, planteados en el 2011 por John Ruggie, representante especial del Secretario General de las Naciones Unidas para los derechos humanos y empresas, y aprobados por el Consejo de Derechos Humanos de las Naciones Unidas ese mismo año.

Así mismo, los objetivos de desarrollo del milenio recientemente discutidos son indicadores y lineamientos a tener en cuenta para la cooperación de las empresas en cuanto a la mejora de la calidad del ser humano.

OCDE

El cuarto principio sobre buen gobierno de 2004 versa sobre el rol de los terceros legítimamente interesados (stakeholders). Se afirma la necesidad de reconocer los derechos de los terceros y promover una cooperación activa entre las sociedades y estos, para crear riqueza, trabajo y transacciones éticas y financieramente sanas.

No obstante, la redacción de este principio es de base claramente contractualista y pivota, esencialmente, sobre los derechos de terceros interesados que tengan un reconocimiento explícito de base legal o contractual. Es decir, como ya se anticipaba, la protección de los otros grupos de interés proviene del marco normativo al que se sujeta la actividad empresarial con carácter general.

No se incluye, por tanto, ningún matiz en la configuración de la sociedad que responda al interés público. Ni siquiera por su función en el mercado, como centro objetivo en el que convergen numerosos intereses de las personas afectadas por la actividad económica, que resultan de las relaciones de la compañía con el mercado y con la comunidad en general.

Aun así, la OCDE ya se menciona tiene sus directrices para empresas transnacionales y otros documentos, al margen de Gobierno Corporativo, que impulsa la RSC.

5. EVOLUCIÓN Y CAUSAS DE LA IMPORTANCIA ACTUAL DEL COMPORTAMIENTO RESPONSABLE CON LOS STAKEHOLDERS

Entender la importancia actual que ha cobrado el comportamiento responsable con los stakeholders exige hacer un recorrido por la evolución de su práctica.

- **Antecedentes del comportamiento social responsable**

En el desarrollo de la civilización occidental, existen actos aislados con interés social que si bien tienen su importancia no consiguieron establecer una corriente de preocupación por la sociedad en su conjunto.

Ejemplos históricos de inquietud social en la civilización occidental

Reformas de Solón en Grecia en los primeros años del siglo VI a. de C	Mejoraron radicalmente la situación de las capas más necesitadas de la sociedad como eran los pequeños agricultores con tierra y endeudados, los trabajadores no poseedores de tierras y los esclavos.
El derecho natural romano	Enraizado en el estoicismo, el derecho natural romano y su jurisprudencia, realiza un gran esfuerzo por la equidad social.
La ley hebrea	La protección al pobre, el derecho cada tres años al diezmo (Debut. 14:28), la norma tanto del año sabático como el jubilar, o la protección al trabajador (Lev 19:13) se encuentran en la ley hebrea y son claros ejemplos de preocupación social.

También en las culturas orientales existen ejemplos de inquietud social ocasionada sobre todo, por Confucio, al exaltar la benevolencia personal; Gautama, el buda, al definir el dar como una virtud personal; Hammurabic y su famoso código con leyes a favor de los necesitados; y las escritura hindúes que abogaban por la donación gratuita a los 'hombres santos' para el sustento de éstos.

Sin embargo, todos estos valiosos comportamientos nunca produjeron una corriente social generalizada de acciones a favor del ser humano hasta la llegada del cristianismo, en el cual se subraya el comportamiento que cada hombre tenga con su prójimo como doctrina de vida.

La dedicación de una importante parte de los bienes de la iglesia y sus fieles a obras de caridad social, así como la preservación del patrimonio histórico artístico, el apoyo a la cultura o el cuidado de obras literarias y la expansión de la educación, ha sido la más importante práctica, en muchas ocasiones y regiones la única, de acciones socialmente responsables, muy en especial en la lucha contra la escasez e inclusión en la sociedad de los más desfavorecidos.

El cristianismo

Ya desde el siglo I, se exhortaba al reparto de bienes con los que menos tenían (hechos 4:32; 34-35) y la disposición del Cristianismo hacia un cambio en el corazón humano respetando la libertad de cada hombre en su propia toma de decisiones, ya tuvo consecuencias desde la conversión de Tito Flavio hacia el final del siglo I y las palabras de Clemente de Alejandría que exhortaban a hacer un uso de las riquezas materiales como don de Dios y a la disposición de las mismas para el bien público y social. Esta es una base relevante de responsabilidad social empresarial

En la época moderna, también hubo ejemplos de sensibilidad y protección social desde un punto de vista comercial. En concreto existen cuatro hechos que son claros precedentes de la responsabilidad empresarial moderna:

1. Los Gremios Profesionales

Los gremios se popularizan durante el siglo XIV como agrupaciones de carácter profesional, es decir, asociaciones de artesanos y mercaderes que se unían con un objeto económico, laboral y técnico.

A través de sus ordenanzas, se regulaba todo lo concerniente a funcionamiento, trabajo, examen para obtener el grado de maestro, salario, horario, calidad, inspección, infracciones, etc. Se podía ingresar en el gremio una vez cumplidos los 16 años, como aprendiz. El aprendizaje duraba de 2 a 4 años, al cabo de los cuales, si se había demostrado competencia, el candidato se inscribía como oficial, categoría en la que se

permanecía durante dos años, pasados los cuales se adquiría el grado de maestro mediante examen, consistente en la realización de una obra del agrado del tribunal, compuesto por maestros. Sólo éstos podían tener taller a su nombre, taller que hacía las veces de escuela de oficios. Los ingresos de los gremios procedían de los encargos que recibían, de las multas a los infractores de las ordenanzas y de los derechos de examen.

Como se puede apreciar los gremios son, en cierta medida, un antecedente de los sindicatos e hicieron un gran trabajo en la responsabilidad social respecto al desarrollo de empleados.

2. Los Montes de Piedad

Durante la edad media, los créditos y préstamos, tenían intereses de más del 30% y los tomadores del préstamo lo garantizaban con bienes inmuebles. Esto suponía que cuando no podían devolverlos, quedaban privados con frecuencia de su hogar y su medio de vida, condenados a la pobreza.

En este contexto, la Iglesia calificó estos préstamos como usura y prohibió a los católicos el desarrollo de los mismos, que quedó reservado a los que no eran católicos.

Como contrapartida, el rey Juan II de Castilla solicitó al papa Eugenio IV su permiso para crear el "Arca de Misericordia" o "Arca de limosnas", que como asociación benéfica guardaba en un arca el dinero o los granos de cereal donados por benefactores que se prestaban a los necesitados con obligación de devolverlo al cabo de un año.

Los franciscanos difundieron esta iniciativa en la Italia renacentista, donde era costumbre llamar allí Monte a una suma de dinero grande (amontonada) y empleado como sinónimo de caja o depósito. Así, los franciscanos crearon los Montes de Piedad (Monte di Pietà) recalcando con ese nombre que su función no era el préstamo a beneficio, sino el auxilio de los más necesitados. Pronto todas las grandes urbes y muchas ciudades pequeñas tuvieron su Monte de Piedad, tanto en Italia como en España y sus virreinos en América.

Estos Montes de Piedad o Montepíos tenían como finalidad el préstamo sin interés a las personas con menos recursos. Así, en lugar de bienes inmuebles, únicamente aceptaban como garantía bienes muebles; principalmente alhajas y ropa, pero también mobiliario, obras de arte o cualquier objeto valioso que se pudiese transportar. A este tipo de préstamo se le llama "crédito prendario", por la cualidad de "prenda" que se deja como garantía de devolución.

Las garantías muebles eran guardadas en depósito, y si el préstamo no se devolvía en el plazo previsto se subastaban, ganando el montepío la diferencia que se pudiese

obtener con respecto a lo prestado, o perdiéndola si el precio que se obtenía era menor. En cualquier caso, el tomador del préstamo no perdía ni su casa ni su medio de vida, sino únicamente un objeto superfluo.

Curiosamente, los microcréditos o el mundo de las microfinanzas, tan en boga desde los años 1990, tienen ya 5 siglos antes su propia experiencia de éxito y la comprobación de que la morosidad es más baja en este tipo de préstamos

Para garantizar su continuidad, de forma que estos Montepios fueran auto sostenibles, concepto también que parece ser muy moderno, pero que ya se buscaba hace 5 siglos, comenzó al cabo de unas décadas la costumbre de cobrar pequeños intereses. El concilio de Letrán de 1515 aceptó finalmente el cobro de intereses, siempre que fuesen moderados (nunca más del 10%) y reforzó el carácter benéfico que debían tener los Montes de Piedad.

3. Las Cajas de Ahorro

El rechazo calvinista a los principios religiosos del montepío dio lugar al nacimiento de las cajas de ahorro a lo largo del siglo XVIII en el norte de Europa.

El principio rector de la caja de ahorros estaba fundado en el estímulo del ahorro como la forma de mejorar las condiciones de vida de las clases más humildes. Se crearon asociaciones mutualistas en las que sus miembros benefactores aportaban dinero para una caja cooperativa que captaba depósitos de particulares remunerados por medio de un interés (al contrario que los montepíos que cobraban el depósito). El metálico depositado era empleado por la caja para a su vez conceder préstamos, aunque no financieros. Dado que su fin era benéfico y no usurario, los intereses que se cobraban al préstamo eran bajos, muy similares a los de los Montes de Piedad.

Si bien el fin ético-religioso de los montepíos se perdía con este nuevo concepto, seguían tratándose de asociaciones sin ánimo de lucro, cooperativas, y muy arraigadas al lugar donde nacían, con un objeto social indudable.

4. El Mecenazgo

En el siglo XV en Italia los mecenas financiaban estudios o trabajos a personas por lo general dedicadas a las bellas artes para después promover su trabajo y recuperar su inversión. El mecenazgo sienta las bases de la moderna filantropía empresarial.

Los Medici fue una de las familias más influyentes en este campo. Sus miembros eran mercaderes que comerciaban con artículos de lujo del Oriente y controlaban una gran

parte del provechoso mercado de telas. Además eran banqueros exitosos y poseían una cadena de bancos en toda Europa con una clientela influyente, que incluía a los papas.

Cosimo Medici fue el miembro de la familia que mayor impulso dio a esta labor de mecenazgo, siendo relevante como, siendo joven, aprendió de las obras clásicas griegas que cada ciudadano tenía tanto la responsabilidad de cooperar con la sociedad como el derecho de beneficiarse con ella. Este sin duda, es uno de los enfoques actuales de la responsabilidad social empresarial, y ya se encuentra en el desarrollo del mecenazgo de los Medici hace 5 siglos.

Como ejemplo, Cosimo patrocinó una biblioteca para el monasterio de San Giorgio Maggiore, en Venecia con dos objetivos:

- por un lado porque él disfrutaba alentando el interés por los libros y el conocimiento (permitía que muchos hombres cultos tomaran prestados libros de su propia biblioteca),
 - y por otro porque el patrocinio era también una forma de asegurarse el apoyo político de los papas de la época.
- **Etapas de la responsabilidad social empresarial**

Pues bien, aunque como se ha visto, han existido antecedentes de la responsabilidad social empresarial, y algunos de ellos realmente relevantes, no se puede empezar a hablar propiamente de responsabilidad social empresarial hasta finales del siglo XIX y principios del XX, cuando la empresa se conforma tal y como la conocemos hoy debido al proceso de industrialización desarrollado en dicho periodo.

A partir de ahí, se identifican cinco etapas que es necesario conocer, y que analizaremos a continuación.

Etapas de la Responsabilidad Empresarial	
Inicio	Desde finales del siglo XIX hasta 1950
Crecimiento	Desde 1950 hasta 1995
Explosión	Desde 1995 hasta 2015
Expansión	Desde 2015 hasta 2025
Co-generación	Desde 2025 hasta 2040
Consolidación	A partir de 2040

1. El inicio

Varios hechos confluyen en este período inicial que va desde el último tercio del siglo XIX hasta el final de la segunda guerra mundial, al margen del crecimiento de la empresa como ente organizativo de primer nivel.

a) Aparición de los Movimientos Sindicales

A finales del siglo XVIII, en Inglaterra, nacieron las primeras asociaciones de trabajadores, las llamadas sociedades de ayuda mutua (o "socorro mutuo"). Las integraban esencialmente artesanos y su objetivo era la unión de los obreros para conseguir mejoras laborales y salariales, operando como resistencia frente a adversidades como la enfermedad o el desempleo.

A partir de 1824, el asociacionismo obrero progresó rápidamente, organizándose según dos modelos: sindicatos de oficio (Trade Unions) y cooperativas.

En su origen, los Trade Unions británicos estuvieron constituidos por obreros de una localidad integrados en un mismo oficio y su propósito era prestar ayuda en caso de grave necesidad a sus miembros. Su financiación era atendida mediante aportaciones económicas que luego eran utilizadas en la asignación de pensiones y subvenciones varias. No se constituyeron legalmente hasta 1871. Durante las siguientes décadas no dejó de aumentar su número y el de sus afiliados, y a finales de siglo sumaban más de 2 millones.

En el resto de Europa los sindicatos adquirieron importancia a lo largo del último tercio del siglo XIX. Contaban con una cuidada organización, dependencias, financiación y funcionarios propios, constituyéndose en elementos indispensables en las relaciones laborales. Así surgieron, entre otros: en Alemania la Asociación General de Trabajadores Alemanes (1863), en España la Unión General de Trabajadores (UGT, 1888), en Francia la Confédération Générale du Travail (CGT, 1895), en Estados Unidos el American Federation of Labor (AFL, 1886).

Gracias a los sindicatos, numerosas iniciativas socialmente responsables fueron implantadas a favor de los derechos de los trabajadores y empleados, llegando muchas de ellas hasta nuestros días.

b) La Postura de La Iglesia Católica

La Iglesia multiplica sus ya grandes esfuerzos hasta la fecha, a raíz de la publicación en 1891 de la encíclica Rerum Novarum de León XIII, primera dedicada especialmente a la llamada cuestión social.

Este hecho empuja al conjunto de sus fieles a participar de manera más comprometida con la comunidad en aspectos de desarrollo y promoción social, y marca pautas de comportamiento responsable de empresas y corporaciones.

c) Filantropía

Aparecen igualmente en esta etapa de nacimiento real, los primeros grandes filántropos, mención aparte de los mecenas de la Italia renacentista, que por medio de vastas fortunas, no sólo dan un empujón de gran importancia, especialmente en los Estados Unidos, a la generación de obras con interés social, ya sean culturales, educativas, artísticas o enfocadas hacia otros campos de actividad, sino que también llevan a la sociedad la idea de que la participación social de todos es importante, y sobre todo, de los que más tienen, lo que parece que comienza a ser real veinte siglos después de que Tito Flavio estuviera interesado en este aspecto del desarrollo.

Sin duda, esta es una importante aportación de personajes de la talla de Rockefeller, Vanderbilt, Carnegie, Ford o Kellogg, y cuyas aportaciones todavía hoy en día continúan por medio de sus fundaciones, un siglo después.

d) Aparición de las primeras organizaciones sociales

La primera ONG considerada como tal es la Cruz Roja. Surge a iniciativa de Henri Dunant, tras ver el elevado número de víctimas producido en la batalla de Solferino entre Francia y Austria. Así en 1863 se constituyó el Movimiento Internacional de la Cruz Roja. Entre las primeras ONGs importantes están también:

- Save the Children's Fund, fundada en 1919 con el fin de ayudar a los jóvenes huérfanos.
- Plan, que nace en 1937 para ayudar a los niños damnificados de la guerra civil española.
- OXFAM (Oxford Famine Relief Committee), surgida después de la II Guerra Mundial con la intención de luchar contra el hambre.

Estas organizaciones que van apareciendo hasta la segunda guerra mundial serán un importante impulso de la responsabilidad social de las empresas, especialmente en su área de acción social, ya que fomentarán y desarrollarán alianzas con empresas para acometer juntas acciones con interés social.

2. El crecimiento

Desde 1950 y hasta 1995, el concepto de responsabilidad empresarial empieza a desarrollarse. Al final de la segunda guerra mundial, animado por los vencedores Estados Unidos e Inglaterra, y por la confluencia del poderío económico y político de aquel y el prestigio intelectual en el campo de la ciencia económica de éste, especialmente por la escuela de Cambridge y la figura, tan influyente en la época, de Keynes, se establece lo que ha sido conocido como el tratado de Bretton Woods.

Aquel tratado pretendía la creación de un nuevo orden económico internacional para evitar la repetición de los caóticos años 30, supervisado por tres nuevas instituciones económicas internacionales: La Organización Internacional de comercio, que no llegó a arrancar (aunque apareció el GATT como consecuencia), el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

La consecuencia de este tratado, así como las del plan Marshall para la reconstrucción y desarrollo europeo, entre otras razones, fue un crecimiento económico sin precedentes en la civilización occidental a lo largo de tan solo veinticinco años.

Se puede decir que en tan corto período de tiempo, de mediados de los años cuarenta hasta la crisis del petróleo de 1973, Europa y Norteamérica, así como Japón, erradicaron la pobreza severa en todo su territorio y brindaron a sus ciudadanos el acceso a campos como la salud, la educación, la vivienda y los servicios de infraestructura básicos, como tratamiento de agua y acceso a electricidad, entre otros.

En ese mismo periodo y una vez los países europeos habían salido de la situación de posguerra, se expande la cooperación a otros países no desarrollados o en vías de desarrollo mediante la creación de agencias internacionales.

Igualmente los países ya desarrollados empiezan a mirar y a preocuparse de otros campos con interés social como el arte y la cultura o el deporte, comenzando a invertir en su expansión a nivel interno.

Ahora bien, en los países no desarrollados o en vías de desarrollo este crecimiento económico y social no se producía del mismo modo.

Aunque en algunos de estos países se daba un crecimiento del PIB de alrededor del 5-6% anual, su desarrollo social y económico no seguía la senda de los países más desarrollados y la diferencia entre países ricos y pobres aumentó alarmantemente, lo que fue llamado durante ese periodo, la gran divergencia, término acuñado por Samuel Huntington en 1996. Esto se debió en concreto a las siguientes razones:

- La disparidad en la distribución de la generación de la riqueza.
- La falta de productividad, especialmente la agraria.
- El escaso y a veces nulo desarrollo tecnológico.
- La falta de acuerdos comerciales ventajosos o siquiera equitativos.
- Un aumento de la población no generador de riqueza paralela.
- La escasa experiencia e incluso voluntad democrática de gran parte de los gobiernos respectivos.
- Las revueltas y conflictos armados.

Este panorama, por un lado la expansión de la riqueza en algunos territorios y por otro la expansión de la pobreza, fomentó la aparición de los nuevos movimientos sociales europeos y norteamericanos.

Estos nuevos movimientos sociales aspiraban (y continúan haciéndolo) a tener voz en el proceso político de toma de decisiones ante una percepción por parte de aquellos de la existencia, tanto de una concentración de renta creciente como de una concentración del poder económico y social.

Son movimientos que aspiran a la transformación social y actúan como agentes de cambio dentro de los campos a su alcance.

Con el transcurso de los años estos movimientos han tendido a la institucionalización y estructuración de manera formal, aunque independientemente unas de otras, para movilizar mayores recursos, lo que las va dando un progresivo poder de influencia en el público en general y en círculos de poder político, económico y social, aunque no sea hasta más tarde, cuando esta influencia comience a dar resultado.

En esta etapa pues de crecimiento, tanto los organismos gubernamentales, especialmente los de formación y gestión internacional, como las personas físicas, especialmente a través de movimientos sociales, fortalecen sus posiciones e impulsan la sensibilización social del mundo empresarial, lo que lleva a las empresas a empezar a mirar por su propio comportamiento para con la sociedad, aunque en este periodo muy concentrado en la acción social y no en el comportamiento responsable como un todo en el desarrollo de las operaciones empresariales.

Es una época en que algunos líderes empresariales empiezan a hablar de responsabilidad empresarial y a aplicarla en sus empresas, pero solo a cuentagotas.

- **La importancia de los stakeholders en las etapas de inicio y crecimiento**

En cuanto a la importancia de los stakeholders para la empresa la etapa de crecimiento es la última etapa que llamamos de usar y tirar, que arranca a principios del siglo XX hasta 1990. En esta etapa los accionistas contaban con un recurso que debían optimizar, los empleados, y contaban con una expansión sin precedentes que les permitía vender todo lo que produjeran, por lo que los clientes no se les ganaba, solo se les despachaba.

Es una época caracterizada por el uso de los empleados, la expansión de la masa de clientes y el concepto de creación de valor basado en producir el máximo, al más bajo coste para vender a una masa de clientes dispuesta a comprarlo todo.

En esta época no existe el concepto de stakeholder como tal y los grupos de interés únicos eran:

- Los accionistas que había que remunerar.
- Los empleados que había que utilizar como recurso.
- Los clientes a los que había que vender.
- Y los gobiernos a los que la empresa debía ganarse bien como cliente bien como legislador.

3. La Explosión

Desde 1995 y hasta el año 2015, una nueva etapa se ha desarrollado en la importancia de la responsabilidad social empresarial. Esta etapa es de explosión. Se crean cientos de organizaciones dedicadas a la responsabilidad empresarial, tanto geográfica como sectoriales, y el concepto y el término alcanza el título de moda en la nueva gestión de empresas. Este crecimiento acelerado viene provocado por un factor desencadenante y tres concomitantes a éste:

a) Factor desencadenante: la participación ciudadana masiva

Es ésta una época en la cual confluyen diversos factores que radicalizan la diferencia entre pobres y ricos y que causan profundas situaciones de emergencia humanitaria.

En 1982, México hace pública su incapacidad para afrontar su deuda externa y declara una moratoria. Esto llevó a las entidades financieras internacionales a perder su confianza y contraer los créditos, el fondo monetario internacional falló en todos sus intentos para solucionar el problema y el crecimiento de la mayoría de los países americanos, del África sub-sahariana, de Europa del este y Asia (con excepciones como Singapur, Hong-Kong, Corea del Sur y Tailandia) fue frenado, o ni siquiera

comenzado en aquellos países que no eran objeto de crédito debido a su débil situación económica.

A esta dependencia económica de esos países se les suma el alto grado de corrupción institucional

Asimismo, las situaciones de inestabilidad política llegaron a finalizar en conflictos armados o guerras abiertas.

Todos estos hechos impulsan una sensibilización de los ciudadanos que alcanza el mundo empresarial, quien, desarrollando actividades en estos países, empieza a verse comprometidos en su actuación socialmente responsable.

Ahora bien, estos hechos, por sí solos, no hubieran hecho masiva la participación de los ciudadanos en acciones sociales y por lo tanto, la presión hacia las empresas. Era necesario un motor que les arrastrara, y ese motor fue el extraordinario crecimiento y popularización de las telecomunicaciones, y en especial, de la televisión multicanal en la mayoría de hogares primero, y de Internet después.

La televisión en cada casa va a descubrir lo que hasta ahora solo quien tenía un vivo interés sabía, y va a llevar a los hogares de millones de personas la situación por la que pasan millones de seres humanos en todo el mundo.

Este escaparate social, esta "mundialización" de los problemas y necesidades sociales, va a ejercer su influencia en las capas sociales medias para impulsar el interés social de éstas.

La popularización de Internet, abre una ventana a la transparencia de las empresas, desnudándolas ante la opinión pública, y lo que las obliga a incrementar su nivel de responsabilidad, ya no únicamente en el área de acción social, sino en su relación con todos los stakeholders, y este es un cambio fundamental.

Se pasa de la acción social como foco de la responsabilidad al comportamiento general de la empresa con todos sus stakeholders.

Estos individuos, sensibilizados por lo que ven cada día en el salón de su casa, en su computador, comienzan a tener un interés social que hasta ahora no tenían.

Pero no sólo estas clases populares participan de acciones sociales en las áreas de desarrollo económico o lucha por la supervivencia de las capas más desfavorecidas, sino debido a la mejora en la calidad de vida de éstos, el aumento de su poder adquisitivo y el

auge del ocio, desvían su interés social a todos los campos de actividad como la cultura, el arte, el deporte, la preservación del medio ambiente o el cuidado de los animales.

Y eso lo trasladan a las redes sociales, que actúan como catalizador del mensaje de responsabilidad y regeneración ética de las empresas.

b) Factores concomitantes. Consecuencias:

- *Explosión de las organizaciones no gubernamentales.*
En primer lugar el empuje individual conlleva la generación de instituciones organizadas como asociaciones, fundaciones, organizaciones no gubernamentales, etc. Hay una verdadera explosión en la creación de este tipo de organizaciones en todo el mundo occidental como primer vagón detrás del motor del interés social de las personas físicas lo que conlleva:
 - Tensiones entre empresarios y comunidades locales.
 - Aparición de fuertes y bien organizadas presiones de activistas.
 - Ciertos boicots de consumidores organizados ante productos de ciertas empresas.Es una reacción en cadena donde todo el mundo dentro de ciertos círculos acaba participando y conlleva la generación de instituciones organizadas en base a un interés social, y centradas en los más diversos campos de actividad.
- *Sensibilización de parte de los medios de comunicación.*
Los medios de comunicación, al ver que son noticia lo que antes no era, empiezan a ejercer una influencia ante las empresas multinacionales y se hacen eco de algunas actuaciones negativas de éstas ciertas empresas multinacionales que crecieron opacamente y que se hacen ahora públicos, deteriorando su imagen ante la opinión pública.
- *Reacción de los gobiernos y las administraciones.*
Las personas, sensibilizadas, organizadas y activas, se convierten en agentes influyentes e influyen como votantes que son, en las agendas gubernamentales. Esto, junto a la fuerza de los medios de comunicación, lleva a los gobiernos a ser sensibles en temas de equidad social, desarrollo internacional y comportamiento responsable. Los gobiernos son conscientes de este interés social de la ciudadanía, votantes actuales o potenciales, por lo que lo gobiernos no tienen otro remedio que priorizar acciones sociales en sus programas electorales si desean satisfacer a sus ciudadanos y así, poder alcanzar y mantener el voto de estos. En algunos casos, hay reacciones de los gobiernos paralizando ciertas licencias de apertura y de operaciones a empresas que han tenido repercusiones negativas a causa de actividades irresponsable. En otros se crean nuevas leyes, como:

- La Ley Sarbanes Oxley en Estados Unidos encaminada a las nuevas obligaciones legales y voluntarias para difundir información y relacionarse con los stakeholders.
 - el Inventario de Emisiones Tóxicas y la Ley de Reinversión Comunitaria, también en Estados Unidos.
 - la Ley de Protección Ambiental en Holanda.
 - los requerimientos voluntarios de los mercados bursátiles de, por ejemplo, Sudáfrica y Brasil, entre otras muchas.
 - La ley de igualdad de oportunidades en España para empresas con más de 250 empleados.
 - Las leyes de diversidad en Inglaterra.
- *Reacción del mundo empresarial.*

Así, y como consecuencia de los siguientes hechos, las empresas se lanzan a actuar socialmente, aunque sobre todo y con diferencia en el área de la acción social y la filantropía, que es el campo más visible y sensible.

 - Fuerte presión ejercida por la ciudadanía individual.
 - Fuerte presión ejercida por los gobiernos.
 - Creciente exposición mediática a errores de las empresas en sus relaciones con sus grupos, bien sean empleados, clientes, proveedores, etc.
 - Llamadas a la responsabilidad social y a la sostenibilidad, desde todos los frentes (Organismos multilaterales, ONGs, gobiernos locales, líderes de opinión, etc.).

Las empresas conocen a sus consumidores, y éstos consumidores son aquellos mismos individuos que han aumentado su interés social, por lo que las empresas no tienen otro remedio que reconocer ser parte de la sociedad y comenzar a desarrollar acciones sociales si desean satisfacer a sus clientes y así, tanto adquirirlos como retenerlos.

- **La importancia de los stakeholders en la etapa de explosión:**

1. Etapa reactiva de 1995 a 2005. Desde mediados de los años 1980 una serie de factores se concatenan para cambiar el curso de las cosas.

- Empiezan a aparecer fuertes y bien organizadas presiones de activistas que llaman la atención de los medios de comunicaciones respecto a cómo se están haciendo las cosas.
- El papel desempeñado por ciertas empresas multinacionales que crecieron opacamente se hacen ahora públicos, deteriorando su imagen ante la opinión pública.

- Hay una parte sensible de los medios de comunicación que ejercen una influencia negativa ante las empresas multinacionales.
- Aparecen tensiones entre empresarios y comunidades locales.
- Aparecen ciertos boicots de consumidores organizados ante ciertos productos de ciertas empresas.
- Hay reacciones de los gobiernos paralizando ciertas licencias de apertura y de operaciones.
- Aparecen llamadas a la responsabilidad social y a la sostenibilidad, desde todos los frentes (Organismos multilaterales, ONGs, gobiernos locales, líderes de opinión, etc.).
- Hay un boom en la aparición de todo tipo de organizaciones civiles, desde la defensa del medio ambiente, a los derechos humanos o al activismo de consumidores incluso de accionistas minoritarios.
- Existe una creciente exposición mediática a errores de las empresas en sus relaciones con sus grupos, bien sean empleados, clientes, proveedores, etc.

Como ejemplos concretos de estos años nos encontramos con hechos como:

- La tragedia de Bhopal, India, en 1984 llevó a las compañías químicas a relacionarse con sus stakeholders para encarar el tema de los impactos ambientales. Se desarrolló la Iniciativa de Cuidado Responsable.
- Shell se dio cuenta de que debía acercarse a sus stakeholders más críticos después de enfrentarse a diversas campañas negativas por su gestión de la crisis de Brent Spar y el tratamiento del pueblo Ogoni en Nigeria.
- Las investigaciones de la prensa sobre mano de obra infantil, trabajo forzado y condiciones de trabajo inhumanas en las cadenas de compras de las industrias del chocolate, la indumentaria deportiva y la telefonía móvil llevaron a las empresas a recurrir a ciertas ONGs para resolver estos problemas.

Ante este nuevo contexto, las empresas despiertan a la voz de todos estos grupos y reaccionan en base a ello. Lo hacen en esta época sobre todo empresas y sectores de alta visibilidad e impacto, y lo hacen focalizándose sobre todo en medio ambiente y a niveles locales. La forma utilizada es por comunicación de una sola vía, el foco es "confía en nosotros".

Esta multiplicación de factores capta la atención de empresas, ya incluso de empresas e industrias de menor impacto, que también se suben al carro de la nueva gestión con los grupos con los que se relaciona, estando atentos a como se desarrolla este nuevo escenario.

El enfoque continúa siendo medioambiental aunque ya se introduce el enfoque social en la atención de las empresas en estas relaciones.

La forma utilizada es por comunicación de una sola vía, el foco es "confía en nosotros", pero también se empieza un proceso de consulta y dialogo que intenta decir no solo confía, sino "te lo muestro".

2. Etapa Proactiva de 2005 a 2015. Desde 2005, y al margen de la profundización de cada uno de los aspectos y factores que vimos en la etapa de reacción, aparecen otros que actúan como multiplicadores.

- Nuevas obligaciones legales y voluntarias para difundir información y relacionarse con los stakeholders, como la Ley Sarbanes Oxley, las directrices de sentencias federales, el Inventario de Emisiones Tóxicas y la Ley de Reinversión Comunitaria, en Estados Unidos, la Ley de Protección Ambiental en Holanda, los requerimientos voluntarios de los mercados bursátiles de, por ejemplo, Sudáfrica y Brasil, entre otra muchas.
- El desplazamiento del centro del mundo a varios centros como Brasil, Asia o los países árabes.
- La globalización real de personas y empresas, que ya son los grandes inversores en desarrollo internacional por encima de gobiernos.
- Las nuevas tecnologías en telefonía, nanotecnología, etc., que se apoyan en diversos grupos de interés para crecer.
- La popularización de Internet, lo que acelera exponencialmente el concepto de stakeholder.
- Una complejidad creciente basada en la interrelación de todos los grupos alrededor de la empresa.
- Un efecto de reacción local ante la expansión global.
- Una influencia mayor de organizaciones y grupos.

En este entorno, empresas y sectores que hasta ahora no habían entrado, empiezan a tomar acciones respecto a su relación con estos grupos, estableciendo procesos de diálogo y abriendo relaciones.

El enfoque es global se da un hecho crucial que acelera el concepto. La forma utilizada es sobre todo por comunicación de una sola vía, el foco es "confía en nosotros", así como por procesos de consulta y dialogo que dicen "te lo muestro". Algunos ejemplos de este comportamiento responsable proactivo pueden ser:

- La compañía estadounidense IBM recurre a la comunidad para probar sus productos nuevos antes de lanzarlos al mercado y tiene en cuenta las necesidades e intereses de las comunidades en sus políticas de I+D. Los beneficios para todas las partes hacen que se minimicen los riesgos de lanzamiento al mercado y se rebajen costes, al tiempo que hace que las

comunidades se aprovechen de productos antes de que salgan al mercado y a menor precio.

- La compañía agrícola Monsanto ha asumido en los últimos años que durante los 90 reaccionaba a los ataques a su estrategia y a su responsabilidad social con secretismo, negando evidencias y jamás reconociendo lo que hacía, lo que supuso una enorme merma de valor de su empresa vía reputación. En la actualidad, la empresa ha creado su "Nuevo Compromiso Monsanto", de relación con los stakeholders y que apuesta decididamente por el diálogo y la transparencia.
- Nike creó un Comité de Revisión con múltiples stakeholders cuando hizo sus memorias de responsabilidad empresarial en los últimos años. El dialogo con los stakeholders le llevó a captar una cantidad de información sin precedentes en relación con su cadena de suministro. Gracias a ese dialogo y compromiso con los stakeholders, Nike ha mejorado su cadena de suministro y evitado situaciones de violaciones de derechos humanos que le hicieron mucho daño en el pasado.

4. La Expansión. Causas, presente y futuro.

A partir del año 2015, se asistirá a la expansión de la responsabilidad empresarial, esto es, la popularización del término y la generalización de su uso.

Además de acelerarse las razones vistas en la etapa de explosión, por encima de todo, se da paso desde el año 2015 a una nueva sociedad que es irreversible y que las empresas deben entender para incorporar un comportamiento responsable en sus modelos de gestión que sepa sacar lo mejor de esa nueva sociedad. Esa nueva sociedad tiene 3 características fundamentales:

a) Sociedad de la Innovación

Las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) son la base de la creación de conocimiento, que a su vez es el elemento decisivo de la creación de riqueza, de distribución del poder y de creación de nuevos significados culturales.

Ese conocimiento lleva a una sociedad cada vez más basada en la innovación continua, donde se generan nuevas formas de organización empresarial, nuevos hábitos y costumbres, nuevos modos de organización social y política.

Esos nuevos sistemas y nuevas formas de relacionarse golpean y golpearán con dureza a las empresas que deberán adaptar sus modelos de negocio y adaptarse a esa nueva sociedad, si desea crear valor sostenible.

b) Sociedad Multicultural

La sociedad ya no es monocromática, sino poli cromática. Si hasta hace unos pocos años solo capitales como Nueva York o Londres eran multiculturales, hoy en día y en los próximos años asistimos y asistiremos a una multiculturalidad generalizada. La movilidad mundial de las personas, hace que ciudades que eran cerradas a un solo tipo de cultura se vean forzados a integrar diversas.

Ante esto, la gestión de la diversidad y de la multiculturalidad supone y supondrá un desafío para las empresas, ya que si las empresas no son capaces de sacar el máximo de esa diversidad y por el contrario no son capaces de gestionarlas adecuadamente puede llevar a la destrucción de valor.

c) Sociedad multirelacionada

La sociedad naciente es una sociedad donde la globalización, la movilidad, los movimientos migratorios continuos, el fin de las carreras profesionales uniformes y las redes sociales impondrán una sociedad de relaciones que llevan a una organización basada en crear y mantener relaciones. Desde el punto de vista empresarial eso conlleva la satisfacción de las expectativas de numerosos stakeholders cada vez más dispares, complejos e interrelacionados, que lleva a la empresa a una exposición al riesgo como nunca tuvo antes en caso de actuar de forma irresponsable, ya que la reacción en cadena sería inabarcable.

En esta etapa de expansión los primeros que ya han asumido la importancia de la responsabilidad empresarial y los principios del desarrollo sostenible son las empresas globales. A estas empresas globales le siguen las grandes empresas y en último término entrarán las medianas y pequeñas empresas.

- **La importancia de los stakeholders en la etapa de Expansión. Etapa de compromiso. De 2015 en adelante**

En los próximos años la aceleración de las telecomunicaciones; las redes sociales; un renacimiento de valores y principios de austeridad y confianza como reacción a la última crisis económico y financiera del 2008-2013; una creciente aparición de casos generalizado de corrupción y un menor aguante de dichos casos por parte de la sociedad; una creciente e imparable transparencia; la salida de la crisis financiera y sus repercusiones; y una creencia creciente de que el lucro se consigue de forma sostenida sin peligrosos atajos, van hacer que el objetivo sea el de establecer compromisos con los grupos que rodean a la empresa de forma que el concepto de valor compartido, esto es, crear valor para la empresa así como para la sociedad, marque la agenda del directivo empresarial.

La forma utilizada es por comunicación de una sola vía, el foco es "confía en nosotros", así como por procesos de consulta y dialogo que dicen "te lo muestro", pero ya se introducen las alianzas público-civil-privadas, las alianzas en la cadena de valor, la búsqueda de valor común, el foco ahora en "comprometámonos".

5. Cogeneración y Consolidación

Hasta 2025 la importancia de la responsabilidad empresarial para con los stakeholders seguirá expandiéndose a lo largo del tejido empresarial, para entrar posteriormente en una época de co-generación.

Esta etapa de co-generación, vendrá caracterizada por la entrada en el desarrollo de su responsabilidad de empresas rezagadas y, sobre todo, por una caída de la repercusión pública de la responsabilidad empresarial.

No obstante, y a pesar de esa caída mediática del concepto, se generaran estándares ya ampliamente aceptados, los términos y significados ya serán igualmente aceptados por todos los actores empresariales y se generara un sistema de gestión responsable valido universalmente.

A partir de ahí y desde el 2040, la responsabilidad empresarial ocupara un puesto ya fijo, firme y sostenido de la responsabilidad dentro de la dirección de las empresas, siguiendo así similares conceptos empresariales como fueron el marketing a partir de los años 1960 o la calidad desde los años 1970.

6. EL COMPORTAMIENTO RESPONSABLE DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS CON SUS STAKEHOLDERS. CONCLUSIONES

Una vez que hemos visto en los anteriores epígrafes de este trabajo el concepto, significado y alcance de lo que es la responsabilidad social corporativa; el concepto, significado y alcance de los denominados stakeholders; el marco institucional alrededor de dichos conceptos; la evolución del comportamiento responsable con los stakeholders; la importancia en la sociedad actual de dicho comportamiento; y las tendencias acerca de dicho comportamiento a nivel gubernamental en Iberoamérica, a nivel institucional y multilateral; ya podemos definir aquellos aspectos de la responsabilidad social corporativa y acerca del acercamiento a los stakeholders que las empresas cotizadas deben especialmente tener en cuenta en el periodo 2015-2020.

Dentro de los componentes de la RSC los aspectos áreas que actualmente es clave tener en cuenta.

- **Derechos humanos**

El impulso de Naciones Unidas., así como el contexto explicado en el capítulo previo, impulsarán en los próximos años la integración en los sistemas de gestión empresarial principios de derechos humanos que limiten riesgos a los inversores y permitan a reguladores establecer mejores sistemas de control ante abusos a consumidores, proveedores y empleados. El sector financiero, industrias con cadenas de valor de alto riesgo como alimentaria, textil o gran distribución, serán las más afectadas.

- **Ética comercial**

Todo lo que tiene que ver con comportamientos éticos en la cadena de valor y en relación a los consumidores e inversores en particular es un área de alto crecimiento. La desconfianza con el sector financiero, los abusos en algunas industrias, las burbujas empresariales basadas en datos de crecimiento y ventas no exactos que han puesto en peligro las inversiones de pequeños accionistas, van a exigir procesos que garanticen información veraz y puntual, bien sea dado por reguladores o por terceros.

Asimismo, la lucha contra la corrupción en todas sus modalidades (institucional, comercial, competitiva..) es un campo de control y crecimiento de alto potencial, que exigirá códigos de ética reales y efectivos, así como sistemas de control por reguladores que permitan conocer el nivel de comportamiento ético de las empresas cotizadas.

- **Cadena de valor**

La inclusión de pequeños proveedores en cadenas globales productivas, el desarrollo de dichos proveedores, su formación y capacitación, las compras y el comercio justo y todo lo que conlleva desarrollar cadenas de valor responsables, con foco en la trazabilidad de los productos y su ciclo de vida son aspectos de gran desarrollo actualmente.

- **Filantropía e Innovación Social**

La tendencia es hacia una filantropía estratégica y dirigida acorde al propio negocio empresarial. Además, todo lo relacionado con el apoyo a nuevos emprendimientos sociales de alto impacto, empleabilidad, emprendimiento de alto impacto y generación de empresas de alto componente social y económico, serán aspectos claves en el apoyo de las empresas desde su área de filantropía y desde sus fundaciones empresariales. Así mismo, generar relaciones más estrechas con organizaciones de forma que pueda utilizarse la filantropía como campo de operaciones en el lanzamiento de nuevos productos y testado o apertura de nuevos mercados en la base de la pirámide, serán aspectos clave.

Dentro igualmente de la innovación social, aunque también con estrecha relación con las cadenas de valor, el desarrollo de infraestructuras, la inclusión financiera y en servicios básicos (agua, electricidad, comunicaciones, educación) son ejes de compromiso social alrededor de inversiones responsables. En relación con los Principios de RSC, los aspectos actuales clave a tener en cuenta son:

- **Oportunidades**

Generar valor social para la base de la pirámide así como incluirlos como proveedores o clientes de las sociedades será una oportunidad clave de desarrollo en los próximos años.

Así mismo, nuevos modos de acercamiento a los stakeholders, nuevos canales de información que conllevan acercamiento multicanal de productos y similares, se erige como oportunidad responsable.

Modelos de negocio basados en la lucha contra la pobreza, inclusión y emprendimiento inclusivo son áreas de creciente oportunidad de negocio y de mejora del impacto social positivo.

Por último, todo lo relacionado con medioambiente e innovación son áreas de crecimiento actual que se fortalecerá en los próximos años.

- **Gestión de riesgos**

El 44%⁴ de los entrevistados estadounidenses dice haber incrementado el tiempo dedicado a la gestión de riesgos en los últimos 12 meses, incluso el 60% querría dedicar aún más tiempo a esta función en el próximo año.

Gestionar el riesgo ya no será solo en su aspecto puramente financiero, sino también incluyendo variables de riesgo social, cultural, en relación con los stakeholders, reputacional y otros, exigiendo el desarrollo de modelos de gestión del riesgo que realmente midan y valoren el riesgo empresarial en su totalidad.

- **Estrategia**

La estrategia empresarial dará un vuelco en los próximos años pasando de preguntarse cómo vender más a más potenciales clientes y en base a eso generar valor empresarial

4. Encuesta realizada sobre 934 consejeros del mercado estadounidense por PwC's Annual Corporate Director Survey – Boards confront an evolving landscape (2013).

a un enfoque multistakeholder, donde se preguntará como crear valor para cada stakeholder de forma que así genere mayor valor empresarial. Este enfoque tirará del comportamiento responsable que define aquella creación de valor y así, teniendo muy en cuenta la gestión del riesgo si la empresa no se comporta responsablemente, se dará un salto a un concepto de ser responsables en base al incremento de competitividad.

Esta tendencia conllevará la alineación de la estrategia con la ética y responsabilidad social empresarial, pasando de ser considerado una carga a colocarse en los consejos de administración y directorios.

- **Medición y Gestión**

A raíz de lo anterior, la tendencia acorde a todo el análisis y lo que se está desarrollando en Iberoamérica y el resto, hace pensar que cualquier iniciativa socialmente responsable que la empresa desarrolle deba ser tratada como cualquier otra inversión, donde sea necesario medir su impacto en la cuenta de resultados, así como su impacto social, esto es, en cómo repercute en la vida de los stakeholders alcanzados por la misma. La tendencia por lo tanto imparable es la medición de la creación de valor socio-empresarial de cada inversión socialmente responsable.

- **Información**

La lucha por la transparencia, veracidad y puntualidad de la información comenzó desde principios de siglo, se ha acelerado durante la última crisis financiera (2007-2013) y se potenciará en los próximos años especialmente en la necesidad de incluir aspectos de reporting no, acceso a la información mediante acercamiento multicanal y de integración con el financiero, llegando a un reporting plenamente integrado que faciliten toda la información necesaria, solicitada y esperada por los stakeholders⁵.

Todas las empresas, pero sobre todo aquellas cotizadas que desarrollan operaciones en Iberoamérica, deben por lo tanto atender estas tendencias para los próximos años tanto para evitar riesgos como para ser más competitivas, crear valor y sobrevivir, teniendo los reguladores que prestar atención especial a cada uno de estos aspectos de negocio.

5. La Comisión Europea ha hecho circular ya una comunicación en torno de que las empresas europeas con más de 500 empleados tendrán que incluir en sus informes anuales aspectos no financieros y, en el caso de que no lo hagan, deberán de explicar las razones por las que no cumplen. En España, también se debate ese punto en el marco de la Ley de Economía Sostenible, así como las atribuciones del Consejo Estatal de Responsabilidad Social Empresarial (CERSE). En la provincia de Mendoza, en Argentina, aprobó la Ley de Responsabilidad Social Empresarial No. 8.488, la cual establece la obligatoriedad de presentar un "balance de responsabilidad social y ambiental empresarial" para empresas de más de 300 empleados. Solo sirva esto como ejemplo del empuje del reporting no financiero.

CAPÍTULO 14

La Financiación y el Buen Gobierno de las Empresas Familiares

Carlos Ramirez Elizondo¹

Director General Adjunto de Cumplimiento de Regulación Bursátil de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México

1. INTRODUCCIÓN
2. DEFINICIONES
3. DESARROLLO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES
4. FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES
5. EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS FAMILIARES
6. DESVENTAJAS QUE TIENEN LAS EMPRESAS FAMILIARES
7. RETOS Y OPORTUNIDADES
8. VISIÓN DE LA REGULACIÓN EN MATERIA DEL MERCADO DE VALORES
9. PROPUESTA PARA QUE LAS EMPRESAS FAMILIARES TRANSITEN A PÚBLICAS
10. CONCLUSIONES

1. Las opiniones vertidas en este trabajo son absoluta responsabilidad de su autor, por lo que no representan necesariamente la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México.

1. INTRODUCCIÓN

Esta obra está enmarcada en los trabajos que realiza el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV) tendentes a identificar áreas de oportunidad en el desarrollo de regulación en los países miembros del mismo. No obstante, conviene puntualizar que, en este capítulo se aborda desde la experiencia e investigaciones realizadas principalmente en México, incorporando datos de otros países iberoamericanos como España, Brasil, Panamá, Perú y Argentina.

Como punto de partida de este trabajo, se comenzará con ciertas definiciones, para después identificar dos elementos importantes asociados a las empresas familiares, como son: (i) algunos mecanismos de financiación; y (ii) las características de un buen gobierno de las mismas, haciendo mayor énfasis en estas últimas, dada su relación con el primero de los elementos. Finalmente, a modo de conclusión se tratará de identificar áreas de oportunidad en el desarrollo regulatorio para los miembros del IIMV.

2. DEFINICIONES

Para poder identificar qué medios de financiación tienen las empresas familiares, así como determinar qué es un buen gobierno de las mismas debemos, en primer lugar, entender conceptualmente ¿qué se entiende por una “empresa familiar”?

A este respecto, los estudios sobre las empresas familiares son muy bastos, según se pudo apreciar durante la investigación de este trabajo, y no existe un consenso a la hora de definir y determinar el concepto de empresa familiar². Por tal razón, se ha

2. Por ejemplo, el Instituto de Empresa Familiar (IEF) en España, utiliza la definición aprobada por el European Family Business, <http://www.europeanfamilybusinesses.eu/>, y por el Board del Family Business Network, <http://www.fbn-i.org/>. Según esta definición, con independencia del tamaño que tenga, una compañía es una empresa familiar si:

1. La mayoría de los votos son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la compañía; o, son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa; o son propiedad de sus esposas, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s).
2. La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta.
3. Al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía.
4. A las compañías cotizadas se les aplica la definición de empresa familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía (su capital social), o sus familiares o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social.

Este último punto de la definición se refiere a empresas en las que la familia no cuenta con la mayoría de los votos pero que, a través de su participación accionarial, puede ejercer influencia decisiva. No obstante, a estas variables cuantificables el IEF añade un argumento cualitativo, que dota a la empresa de un carácter verdaderamente familiar, y es la continuidad generacional como objetivo estratégico de la empresa, basada en el deseo conjunto de fundadores y sucesores de mantener el control de la propiedad,

considerado oportuno señalar y puntualizar, únicamente, aquellas características de mayor relevancia integradas en la definición de empresa familiar, y que nos ayudarán a entender el fenómeno que constituye una empresa y su origen.

A tal efecto, iniciaremos con algunas definiciones de empresas familiares, recogidas en la obra "La Empresa Familiar en México"³, elaborado por Argentina Soto Maciel de la Universidad Anáhuac:

Tabla 1: Resumen conceptual de empresa familiar en la investigación en México

Autor	Definición
Hoshino (2004)	Grupo de empresas poseídas y controladas por familias o por descendientes del fundador.
De la Garza (2008)	Empresa donde los sistemas familia y empresa se entrelazan y en el que la participación de sus miembros en la dirección, en la toma de decisiones y en el capital está plenamente establecida y existe el deseo de continuidad dentro del seno familiar.
Rosenblatt, et. al (1990) y Belausteguigoitia ⁴ (1996)	Aquella institución que es controlada por una familia y en donde dos o más miembros de ella están involucrados en su operación.
Castillo (2007)	Empresa cuya prioridad —o al menos una parte significativa— esté concentrada en una sola persona o número reducido de personas ligadas por un vínculo de sangre que intervienen de forma importante en la gestión de la empresa y en la voluntad de que este estado de cosas perdure en el tiempo.
Navarrete (2008)	Empresa cuya propiedad está en manos de uno o más miembros de un grupo familiar y en concurrencia, su dirección y la sucesión, estarán influenciados por dicha familia.
Esparza (2009)	Empresa donde más del 50% del capital es propiedad de la familia o grupo familiar, los puestos gerenciales o de dirección son ocupados al menos por un representante de esa familia y existe continuidad en el negocio.
Flores (2010)	Empresa que se identifica al menos con dos generaciones de la familia y donde ese vínculo lleva una influencia en la compañía de los intereses y objetivos de la familia.
Suarez (2010) y Gersick (1997)	Organización donde en un modelo tridimensional evolucionista se encuentra la intersección de los ejes familia, empresa y propiedad.

el gobierno y la gestión de la empresa en manos de la familia. El Instituto de la Empresa Familiar es una organización sin ánimo de lucro y ámbito estatal <http://www.iefamiliar.com/web/es/ief.html>

3. Disponible en <http://www.revistas.unam.mx/index.php/rca/article/view/36776>

4. "La Singular Dinámica de las Empresas Familiares en Latinoamérica". Imanol Belausteguigoitia Rius. Instituto Tecnológico Autónomo de México (CEDEF)

Si se consulta en Wikipedia⁵, Empresa Familiar, encontramos lo siguiente:

“Una empresa familiar está controlada por los miembros de una misma familia en la que el capital y, en su caso, la gestión o el gobierno están en manos de una familia (y personas relacionadas personalmente con dicha familia), que tienen la capacidad de ejercer sobre ella una influencia suficiente para controlarla, y cuya visión estratégica incluye el propósito de darle continuidad en manos de la siguiente generación familiar.

Carece de trascendencia, por consiguiente, el tamaño de la empresa, que puede ser tanto una PYME como una gran corporación, así como la forma de la misma, que abarca tanto a las empresas individuales como a las organizadas como sociedad.

Lo realmente decisivo a la hora de calificar una empresa como familiar son dos cosas: una, la capacidad de control —político— que sobre la misma puedan ejercer una o varias familias (empresa unifamiliar o multifamiliar, según el caso); dos, el deseo de los propietarios de que la empresa continúe en manos de la propia familia mediante la incorporación de la siguiente generación familiar a la propiedad y, en su caso, a la gestión o al gobierno de la misma. Incorporación, que cuando se planifica adecuadamente, se lleva a cabo mediante la implantación de un protocolo familiar. Por tanto, la gestión de la empresa puede estar en manos de terceros sin que por ello la empresa pierda el carácter familiar.”

Por tanto, para poder entender el concepto y llegar a una definición, resulta necesario estar de acuerdo con los elementos que forman parte de la misma que son, en gran medida, los que Suarez y Gersick citan, tal y como hemos visto en la tabla anterior.

Los elementos que, necesariamente, forman parte de la definición son los siguientes: familia, propiedad y empresa. Veamos, cómo se definen estos tres elementos:

- a) **Familia.** Según el diccionario de la Real Academia de la Lengua Española es: “1. f. Grupo de personas emparentadas entre sí que viven juntas. 2. f. Conjunto de ascendientes, descendientes, colaterales y afines de un linaje. 3. f. Hijos o descendencia. 4. f. Conjunto de personas que tienen alguna condición, opinión o tendencia común...”⁶. Evidentemente, este concepto es estudiado desde diferentes disciplinas, como la Antropología, la Psicología, la Sociología, la Historia y la Economía, entre otras, y cada una de éstas ha evolucionado, de la idea de padre, madre e hijos, a ideas mucho más complejas y sofisticadas, en las que no solo juegan elementos de consanguinidad y grado de la misma, sino de afinidad que puede ser reconocida por la ley, mediante el cumplimiento

5. http://es.wikipedia.org/wiki/Empresa_familiar

6. <http://lema.rae.es/drae/?val=familia>

de ciertas formalidades, e incluso de facto, que llega a reconocer la ley, pero sin formalidades, como sería el caso del concubinato u otras formas legales que abarcan incluso a personas que viven juntos y que son del mismo sexo. Por lo anterior, la definición de familia, resulta fundamental para llegar a saber lo que es una empresa familiar, y dicho concepto está vinculado con creencias sociales y religiosas, que no pueden ser soslayadas en un esquema de regulación internacional, en el que un mismo concepto como lo es la familia, puede tener varias acepciones.

En la Ciudad de México D.F., (porque varía por entidad federativa en México) la familia se considera como: "...relaciones jurídicas familiares generadoras de deberes, derechos y obligaciones que surgen entre las personas vinculadas por lazos de matrimonio, parentesco o concubinato. ...", según se desprende del artículo 138 Quintus del Código Civil para el Distrito Federal⁷. Asimismo, por "relaciones jurídicas familiares" define el citado ordenamiento legal: "138 Quáter.- Las relaciones jurídicas familiares constituyen el conjunto de deberes, derechos y obligaciones de las personas integrantes de la familia"⁸.

- b) Propiedad.** Según el diccionario de la Real Academia de la Lengua Española es: "1. f. Derecho o facultad de poseer alguien algo y poder disponer de ello dentro de los límites legales. 2. f. Cosa que es objeto del dominio, sobre todo si es inmueble o raíz". Por su parte, el Diccionario Jurídico Mx, lo define como: "El poder jurídico ejercido por una persona en forma directa e inmediata sobre una cosa, que le permite su aprovechamiento total en sentido jurídico y demás oponible a terceros"⁹. También se considera entre los juristas como el derecho real que implica el ejercicio de las facultades jurídicas más amplias que el ordenamiento jurídico concede sobre un bien.

En general, se considera que el derecho de propiedad está constituido por todos los bienes susceptibles de apropiación, aun que de cualquier modo, la óptica de la propiedad, está vinculada igualmente con el sistema jurídico que gobierna a cada país, ya sea positivista o iusnaturalista, como se verá más adelante, puesto que dicha óptica impactará en la forma de interpretar el derecho.

- c) Empresa.** Según el diccionario de la Real Academia de la Lengua Española es: "2. f. Unidad de organización dedicada a actividades industriales, mercantiles o de prestación de servicios con fines lucrativos". El Diccionario Jurídico Mx le define como: "En sentido lato, entiendo a la empresa como una organización productiva que actúa dentro de un marco jurídico, para la producción, distribución

7. <http://www.aldf.gob.mx/codigos-107-4.html>

8. <http://www.aldf.gob.mx/codigos-107-4.html>

9. <http://www.diccionariojuridico.mx/>

o suministro de bienes o servicios destinados a satisfacer necesidades sociales. De diversas formas se pueden clasificar a las empresas; en razón de la calidad de los propietarios, pueden agruparse en privadas, mixtas y públicas".

Así, sobre la base de las definiciones de familia, propiedad y empresa, en México, para efectos de la Ley del Mercado de Valores (LMV), se crean nuevas definiciones que, aunque pueden variar según el sistema legal adoptado por cada país, resultan de la mayor relevancia si se pretende regular a dichas empresas familiares. En efecto, en la LMV¹⁰, en su artículo 2º, construye ciertas definiciones que se pueden vincularse con los conceptos de familia, propiedad y empresa, como vemos a continuación.

Tabla 2

Concepto	Definición
Consortio	El conjunto de personas morales vinculadas entre sí por una o más personas físicas que integrando un grupo de personas, tengan el control de las primeras.
Control	La capacidad de una persona o grupo de personas, de llevar a cabo cualquiera de los actos siguientes: a) Imponer, directa o indirectamente, decisiones en las asambleas generales de accionistas, de socios u órganos equivalentes, o nombrar o destituir a la mayoría de los consejeros, administradores o sus equivalentes, de una persona moral. b) Mantener la titularidad de derechos que permitan, directa o indirectamente, ejercer el voto respecto de más del cincuenta por ciento del capital social de una persona moral. c) Dirigir, directa o indirectamente, la administración, la estrategia o las principales políticas de una persona moral ya sea a través de la propiedad de valores, por contrato o de cualquier otra forma.
Directivos relevantes	El director general de una sociedad sujeta a esta Ley, así como las personas físicas que ocupando un empleo, cargo o comisión en ésta o en las personas morales que controle dicha sociedad o que la controlen, adopten decisiones que trasciendan de forma significativa en la situación administrativa, financiera, operacional o jurídica de la propia sociedad o del grupo empresarial al que ésta pertenezca, sin que queden comprendidos dentro de esta definición los consejeros de dicha sociedad sujeta a esta Ley.
Grupo de personas	Las personas que tengan acuerdos, de cualquier naturaleza, para tomar decisiones en un mismo sentido. Se presume, salvo prueba en contrario, que constituyen un grupo de personas: a) Las personas que tengan parentesco por consanguinidad, afinidad o civil hasta el cuarto grado, los cónyuges, la concubina y el concubinario. b) Las sociedades que formen parte de un mismo consorcio o grupo empresarial y la persona o conjunto de personas que tengan el control de dichas sociedades.

10. <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>

Tabla 2 (cont.)

Concepto	Definición
Grupo empresarial	El conjunto de personas morales organizadas bajo esquemas de participación directa o indirecta del capital social, en las que una misma sociedad mantiene el control de dichas personas morales. Asimismo, se considerarán como grupo empresarial a los grupos financieros constituidos conforme a la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras.
Influencia significativa	La titularidad de derechos que permitan, directa o indirectamente, ejercer el voto respecto de cuando menos el veinte por ciento del capital social de una persona moral.
Personas relacionadas	Las que respecto de una emisora se ubiquen en alguno de los supuestos siguientes: <ol style="list-style-type: none"> Las personas que controlen o tengan influencia significativa en una persona moral que forme parte del grupo empresarial o consorcio al que la emisora pertenezca, así como los consejeros o administradores y los directivos relevantes de las integrantes de dicho grupo o consorcio. Las personas que tengan poder de mando en una persona moral que forme parte de un grupo empresarial o consorcio al que pertenezca la emisora. El cónyuge, la concubina o el concubinario y las personas que tengan parentesco por consanguinidad o civil hasta el cuarto grado o por afinidad hasta el tercer grado, con personas físicas que se ubiquen en alguno de los supuestos señalados en los incisos a) y b) anteriores, así como los socios y copropietarios de las personas físicas mencionadas en dichos incisos con los que mantengan relaciones de negocios. Las personas morales que sean parte del grupo empresarial o consorcio al que pertenezca la emisora. Las personas morales sobre las cuales alguna de las personas a que se refieren los incisos a) a c) anteriores, ejerzan el control o influencia significativa.
Poder de mando	La capacidad de hecho de influir de manera decisiva en los acuerdos adoptados en las asambleas de accionistas o sesiones del consejo de administración o en la gestión, conducción y ejecución de los negocios de una emisora o personas morales que ésta controle o en las que tenga una influencia significativa. Se presume que tienen poder de mando en una persona moral, salvo prueba en contrario, las personas que se ubiquen en cualquiera de los supuestos siguientes: <ol style="list-style-type: none"> Los accionistas que tengan el control. Los individuos que tengan vínculos con una emisora o con las personas morales que integran el grupo empresarial o consorcio al que aquélla pertenezca, a través de cargos vitalicios, honoríficos o con cualquier otro título análogo o semejante a los anteriores. Las personas que hayan transmitido el control de la persona moral bajo cualquier título y de manera gratuita o a un valor inferior al de mercado o contable, en favor de individuos con los que tengan parentesco por consanguinidad, afinidad o civil hasta el cuarto grado, el cónyuge, la concubina o el concubinario. Quienes instruyan a consejeros o directivos relevantes de la persona moral, la toma de decisiones o la ejecución de operaciones en una sociedad o en las personas morales que ésta controle.

Estos conceptos señalados en la tabla anterior, también están considerados en buena medida por el Código de Mejores Prácticas Corporativas, emitido por el Consejo Coordinador Empresarial en México¹¹.

Ahora que se ha contextualizado los conceptos de empresa y familia, podemos analizar con mayor detalle las empresas familiares, sus fuentes de financiamiento y lo que debe ser un buen Gobierno Corporativo.

3. DESARROLLO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES

Según los estudios e investigaciones llevados a cabo entre la comunidad empresarial de Iberoamérica, se estima que aproximadamente el 80% de las empresas en la región son de carácter familiar¹². A su vez, las empresas familiares contribuyen con más de la mitad del PBI y tienen incorporado a sus plantillas a más del 70% de la fuerza laboral de cada uno de los países¹³.

Se dice coloquialmente que "detrás de una gran empresa, siempre hay grandes hombres y mujeres", que con su visión y esfuerzo, logran crear una organización que, en la mayoría de los casos, se inicia siendo familiar. Viéndolo desde un punto de vista orgánico, la empresa nace, crece, se desarrolla y muere, según la teoría económica organicista¹⁴, sin embargo, el ciclo de muerte de la empresa puede romperse si las empresas familiares cuentan con instrumentos jurídicos e institucionales que así lo permitan.

Un ejemplo de la importancia de las empresas familiares en los mercados financieros en México, es que más de 90% de las firmas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) tienen una clara representación familiar en el capital y en el control, tal y como se señala en un estudio de KPMG¹⁵. Las empresas familiares reflejan, en gran medida, la cultura y el desarrollo de un país y, de acuerdo con ese estudio, este

11. <http://www.cce.org.mx/sites/default/files/CodigoMejoresPracticas.pdf>

12. Es importante destacar que no es posible catalogar una empresa como familiar sólo por su tamaño. Si bien la mayor parte de las empresas familiares en la región son micro, pequeñas y medianas empresas, existen también grandes empresas familiares, eficientes, consolidadas, líderes en sus mercados nacionales o internacionales.

13. <https://www.pwc.com.ar/es/publicaciones/assets/ceo-empresasfamiliares01.pdf>

14. Entre los autores organicistas más reconocidos se encuentran los alemanes Paul Lilienfeld (1829-1903) y Albert G. Schäffle (1831-1903), así como los franceses Alfred Fouillée (1838-1912) y René Worms (1869-1920), quienes se vieron influenciados por Herbert Spencer, entre cuyas obras vinculadas al tema encontramos: 1872 El estudio de la sociología y en 1873-1881, Sociología descriptiva.

15. Estudio de Cárdenas Dosal, 2013, disponible en http://www.kpmg.com/MX/es/PublishingImages/E-mails-externos/2013/CONFERENCIA_DE_PRENSA/EMPRESAS_FAMILIARES/Empresas%20familiares_130913.pdf

tipo de empresas han logrado un alto nivel de madurez en sus procesos operativos, de negocio y corporativos, que les ha permitido seguir creciendo. Sin embargo, antes de encontrarse en los mercados financieros, su crecimiento implicó la necesidad de obtener más capital que, usualmente, se obtiene en primer lugar de los propios familiares, para después evolucionar hacia instituciones financieras y, posteriormente, hacia intermediarios financieros no bancarios.

Estas afirmaciones se corroboran en el Boletín informativo de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles AMIB que en su número especial de 2007¹⁶, concretamente en su artículo titulado "Las nuevas figuras de los negocios mexicanos" (sic), señala que "...Una realidad continúa, es que tú puedes buscar a alguna empresa pública mexicana, la que tú quieras y verás que todas nacieron o incluso se mantienen como empresas familiares...". En otro artículo de la misma revista, denominado: "Para las chicas que quieren ser grandes", se expresa lo siguiente: "...Puede ser un negocio familiar que se presenta una oportunidad para crecer o para comprar a un competidor, en ese momento los dueños pueden decidir entre dos opciones: ir al banco a pedir un crédito y (sic) convertirse en emisores".

Con respecto a la realidad española, según la Asociación para el Desarrollo de la Empresa Familiar de Madrid (ADEFAM)¹⁷, 2,9 millones de empresas son familiares, lo que supone que el 85% del total de las empresas en España son familiares, representan el 70% del PIB, y dan empleo a 13,9 millones. Adicionalmente, el 65% de dichas empresas se encuentran en la primera generación, 25% en la segunda, 9% en la tercera y 1% o menos en la cuarta.

De acuerdo con las cifras aportadas por ADEFAM, en la Unión Europea hay 17 millones de empresas que son familiares, y representan un 60% del total de las empresas, encontrándose 25% dentro de las primeras 100 en el ranking de la UE.

Se estima que en Perú, al menos, el 80% de empresas, es decir unas 659.000, son familiares y aportarían el 60% del empleo¹⁸. De esa cantidad, 622.200 compañías familiares son microempresas, 25.900 pequeñas empresas, y 10.900 son medianas y grandes compañías, de acuerdo a los datos del Ministerio de Trabajo del Perú.

En Panamá, un informe de la firma PWC señala que las empresas familiares, de manera colectiva, generan entre el 70% y el 90% del PIB mundial al año.

16. [http://www.amib.com.mx/valores/boletines/ValoresEspecial\(D\).pdf](http://www.amib.com.mx/valores/boletines/ValoresEspecial(D).pdf)

17. <http://www.edefam.com/empresa/cifras.html>

18. Datos de la Cámara de Comercio de Lima, José Rosas.

En Argentina, se estima que las empresas familiares representan alrededor del 75% de las unidades económicas, aportan el 70% de los puestos de trabajo en la actividad privada y controlan el 95% de la comercialización¹⁹.

Por tanto, el crecimiento de las empresas familiares debe ser tema de interés de todos los países, dado que éstas generan riqueza, logrando mayores niveles de ingreso y bienestar para sus nacionales. La desaparición de las empresas familiares es, por tanto, una pérdida para la comunidad en general²⁰.

Pero para poder lograr el crecimiento y viabilidad de las empresas familiares, se requiere de un andamiaje jurídico que así lo permita, ya que la experiencia internacional ha demostrado que el verdadero valor que se identifica en los mercados, más allá del dinero y de los bienes y servicios que se producen por las empresas, es la confianza en el gobierno interno de éstas, lo cual se obtiene con un sólido sistema legal, asociado a la calidad de los productos y servicios que ofrecen lo cual, a su vez, es el resultado de la implementación de políticas claras, metodologías, procedimientos y mecanismos que permiten una adecuada toma de decisiones, a fin de evitar, administrar, asumir o trasladar los riesgos a los que las empresas se ven sometidas.

Ahora bien, no siempre se percibe la importancia de las empresas familiares y su impacto en los mercados domésticos. En una investigación realizada por PWC²¹ entre empresas familiares, solo el 24% de los encuestados en Brasil piensan que el gobierno reconoce la importancia de las empresas familia, y sólo el 5% de las empresas familiares brasileñas señalan que el gobierno está haciendo todo lo posible para ayudarles a para mantenerse o desarrollarse.

■ 4. FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES

En consideración a que el objetivo de esta obra es impulsar el mercado de valores, solo se mencionará, de una manera general, los mecanismos de financiación de las empresas familiares que, por otra parte, son los mismos de las no familiares. Tal y

19. https://www.iae.edu.ar/antiguos/Documents/Revista16/Revista16_68a71.pdf

20. De acuerdo con el Estudio "Programas de Empresas Familiares" elaborado por el BID y la Cámara de Comercio de Lima, el 30% de empresas familiares en Perú no supera la segunda generación. Entre los factores que señala el informe se encuentra la falta de Gobierno Corporativo y de planes anticipados de sucesión.

21. La investigación de PwC sobre empresas familiares de 2012 abarca más de 30 países, incluido Brasil. Los resultados pueden consultarse en http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/10minutes/assets/10-min-empresas-familiares-13.pdf

como se indica en un artículo del Instituto Tecnológico Autónomo de México²², se puede identificar las siguientes alternativas de financiación:

- i) **Financiamiento bancario**, con las consecuentes restricciones derivadas de "covenants", es decir, del cumplimiento de ciertos requerimientos financieros y corporativos previos, y durante la vida del crédito
- ii) **Mercado de capitales**, en el que las condiciones del uso del dinero son más favorables, sin la necesidad de los "covenants", o la pérdida del control. Sobre este aspecto se indica que las empresas familiares terminan por abandonar este tipo de esquema de financiamiento por lo complejo que es el cumplimiento y preparación de la información requerida para listarse en un mercado de valores, ya que resulta más costoso mantenerse listadas que los beneficios económicos que obtienen y
- iii) **Fuentes de financiamiento no tradicionales**, tales como:
 - a) **Inversión o alianza estratégica**, en la que el inversionista generalmente está interesado en obtener control sobre las decisiones y rumbo de la organización y no espera desinvertir en el corto o mediano plazo, por lo que su retribución se capitalizará por medio de dividendos derivados del flujo de la misma operación. Implica la creación, de sinergias con otras operaciones existentes o por la simple apreciación de la compañía durante el periodo en que se tenga participación en la organización. Sobre este esquema, se precisa que cuando llega a ser considerable la participación del inversionista, la organización familiar incurre en el riesgo de perder el control en los procesos de toma de decisiones, sobre todo cuando los grupos que en un inicio eran minoritarios controlan una parte considerable del negocio.
 - b) **Inversión financiera de fondos privados**. Que es al decir del citado estudio, que un inversionista conforma un portafolio por medio de diversos proyectos de inversión con el objetivo primordial de incrementar el valor del mismo. Al acabar el plazo de inversión (que regularmente es menor que en el caso de los inversionistas estratégicos), terminan por enajenar la parte de negocio que adquirieron. A este tipo de inversión se le caracteriza por tratar de institucionalizar la empresa e incrementar su valor en el corto y mediano plazo a través del crecimiento de la empresa, para proceder a algún tipo de mecanismo de salida en donde el inversionista buscará obtener un rendimiento por la venta exitosa de su participación.

22. Revista de Negocios del ITAM. Víctor Esquivel y Khalid Daruich. Consultar en <http://direccionestrategica.itam.mx/la-empresa-familiar-los-fondos-como-alternativa-de-financiamiento/>

- **Capitalización vs. retorno de la inversión**

De acuerdo con el II Informe Banca March-IE Business School sobre la Empresa Familiar²³ el retorno de los activos (ROA) en las empresas familiares europeas es superior al de las empresas no familiares, y su rentabilidad media bursátil por año, a lo largo del periodo 2001-2010, se situó 300 puntos básicos por encima de la empresa no familiar. Tras analizar el comportamiento y los resultados de 832 empresas presentes en bolsa —31% (255) familiares y 69% (577) no familiares— de Alemania, España, Francia, Italia, Reino Unido y Suiza, durante un periodo de 10 años, se observó que la rentabilidad media anual de las empresas familiares ha sido del 11,61%, mientras que la de las empresas no familiares ha alcanzado un 8,7%.

Según este estudio, las empresas familiares poseen un menor riesgo de insolvencia (menor probabilidad de quiebra), económico (menor volatilidad de sus resultados) y de mercado (menor Beta y volatilidad de la cotización) que la empresa no familiar.

Durante la presentación del informe, Cristina Cruz, profesora de Gestión Emprendedora y Empresa Familiar de IE Business School y autora de este trabajo afirmó que *“los resultados del informe demuestran claramente que cuando se trata de empresa familiar, lo “racionalmente lógico” y lo “económicamente esperable” no sirve, porque estas empresas no toman decisiones en base a un horizonte temporal definido, en términos de resultados semestrales o anuales. Se trata de empresas que son gestionadas con el fin de perdurar durante generaciones. Lo interesante es que, tal y como se demuestra en este II Informe Banca March-IE, esta forma distinta de gestionar se traduce en la existencia de un “family Premium” o lo que es lo mismo, en una mayor creación de valor para los accionistas que invierten en empresas cotizadas controladas por un grupo familiar”*.

Asimismo, en este trabajo se indica que el “punto óptimo de control familiar” se sitúa en torno al 40%. La relación entre propiedad familiar y rentabilidad bursátil presenta forma de U invertida. Es decir, el “family Premium” es mayor a medida que aumenta la propiedad familiar hasta un punto, a partir del cual los beneficios de un mayor control familiar son decrecientes.

23. Este Estudio sobre empresas familiares europeas, “El family Premium en la empresa europea: ¿realmente una consecuencia de la dimensión familiar de la empresa?”, puede consultarse en <http://www.aref.es/sites/default/files/archivos/II%20Estudio%20Banca%20March%20IE.PDF>

5. EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS FAMILIARES

Un buen Gobierno Corporativo en una empresa, familiar o no, debe estar sustentado en una estructura jurídica objetiva, a efecto de que resulte conveniente para sus inversores, debe de ser flexible en su construcción y de entendimiento unívoco, de manera que el sistema jurídico y los principios sobre los que se construye la sociedad, no impidan una adecuada aplicación de la norma por indebidas interpretaciones o que por dicha circunstancia, se afecte la rentabilidad de la empresa.

Así las cosas, la importancia de un buen Gobierno Corporativo en los mercados de capitales es vital y, por ello, resulta trascendental que las empresas familiares estén conscientes de tal circunstancia. De acuerdo con un estudio realizado en el 2008 por la *Latin American Venture Capital Association and Governance Consultants*, al menos el 84% de los fondos de capital privado en Latinoamérica, considera que el gobierno Corporativo es un factor de inversión tan o más importante que la situación financiera de la empresa donde invierten, sin dejar de tomar en cuenta que existe mayor facilidad para obtener financiamiento bancario si se cumplen con buenas prácticas corporativas. Por lo tanto, las fuentes de financiación de las empresas en general, así como la cantidad y calidad de las mismas, se ve fuertemente afectado, en función de su régimen y control corporativo.

Por otra parte, el *International Finance Corporation (IFC)* ²⁴, en su carácter de miembro del Banco Mundial, cuenta con una herramienta denominada "*Corporate Governance Board Leadership Training Resources Kit*", en la cual se identifican 5 elementos clave en el Gobierno Corporativo:

- Buenas prácticas del consejo.
- Procesos de control apropiados.
- Sistema fuente de transparencia y revelación de la información.
- Protección de los derechos de los accionistas.
- Fuerte compromiso con las reformas de Gobierno Corporativo.

Adicionalmente se consideran en la misma herramienta, 4 pilares del Gobierno Corporativo:

- Rendición de cuentas.
- Equidad.

24. http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/global+corporate+governance+forum/publications/toolkits+and+manuals/leadershiptoolkit

- Transparencia.
- Responsabilidad corporativa.

Con base en lo anterior, se asume que de cumplirse estos elementos y pilares, el acceso a los mercados de capitales por parte de las empresas familiares, se hace más transitable a cualquier fuente de financiamiento, que es uno de los elementos de este trabajo.

El estudio del IFC indica que los principios básicos de un Gobierno Corporativo son:

- El trato igualitario y la protección de los intereses de todos los accionistas (derechos de minorías).
- El reconocimiento de la existencia de los terceros interesados en la marcha de la empresa.
- La definición de las responsabilidades y funciones de los consejeros.
- La emisión y revelación responsable de la información, así como la transparencia en la administración.
- El aseguramiento de que existan guías estratégicas en la sociedad, así como la identificación y control de los riesgos a la que está sujeta.
- La declaración de principios éticos y de responsabilidad social empresarial.
- La prevención de operaciones ilícitas y conflictos de interés.
- La revelación de hechos indebidos y protección a los informantes.
- El cumplimiento de las regulaciones a que está sujeta la sociedad.

Lo anterior, se traduce, en un buen desempeño del Consejo, que promoverá las siguientes condiciones:

- Protección de los derechos de todos los accionistas.
- Revelación de información y transparencia en la administración.
- Responsabilidad en la emisión de información.
- Un buen sistema de control interno.
- Sistemas para la emisión de información.
- Consideración de la existencia de los terceros interesados en la buena marcha de la empresa.
- Manifestación de ser socialmente responsable.
- Declaración de principios éticos.
- Cuidado de la reputación y la marca.

Cabe señalar que un buen Gobierno Corporativo se sustenta, además de los 5 elementos clave y los 4 pilares, deben vincularse con la cantidad, la calidad y la oportunidad de acceso a la información, todo ello enmarcado por un sistema jurídico robusto.

Ahora bien, un buen Gobierno Corporativo pretende evitar los conflictos de interés que se generan por la asimetría de la información, con sus variaciones en calidad, cantidad y oportunidad a la que se tiene acceso, y se identifican los siguientes planos o capas, tal y como se desprende de la obra denominada "*Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*", publicado por la Comisión Económica para la América Latina y el Caribe (CEPAL)²⁵, en la que se refiere a lo siguiente:

- **Tipos de Conflicto de Interés:**

Moral (que versa sobre la toma de decisiones).

- Socios-Socios, (familiares y controladores de la sociedad; y no familiares y no controladores de la sociedad).
- Socios-Administradores.
- Administradores-Empleados.

Selección adversa (que versa sobre la calidad de los bienes y servicios que se ofertan)

- Cliente-Proveedor.
- Proveedor-Cliente.

- **Niveles organizacionales de las empresas familiares**

Los niveles de organización de las empresas familiares, están vinculadas con elementos no solo de carácter jurídico, corporativo u organizacional, sino también con los ámbitos económicos; así como operativos, asociados a políticas y procedimientos, relacionados a la psicología e idiosincrasia familiar; y como vemos, el concepto de empresa familiar no es unívoco.

De acuerdo con un estudio de la Universidad Autónoma Metropolitana de la Ciudad de México²⁶, se encontró que las empresas familiares se pueden clasificar de diversas formas, una de ellas, es en función del nivel social al que pertenecen y a los objetivos de las mismas, encontrando lo siguiente:

25. http://www.cepal.org/washington/noticias/noticias/3/40233/Gobernanza_corporativa_final.pdf

26. http://asoea.azc.uam.mx/f_uam_mipymes/ponenc2f/0011.pdf

Tabla 3: Cuadro socio económico de las empresas familiares

Nivel Socioeconómico	Objetivo de la empresa familiar de acuerdo a su nivel socioeconómico
Bajo difícil	Sobrevivencia de la familia nuclear
Medio bajo	Sobrevivencia de la familia nuclear y extendida, incluidos algunos no miembros de la familia
Medio alto	Generadora de fuentes de trabajo y búsqueda de utilidades. Incorpora a miembros de la familia con mayor preparación formal.
Alto bajo	Mantenimiento e incremento de capital; realización de inversiones. Obtención y reinversión de utilidades
Alto alto	Expansión, fusiones y búsqueda de mercados externos. Grandes consorcios que realizan alianzas con empresas internacionales".

Tabla 4: Características de las empresas no familiar y familiar

Concepto	No familiar	Familiar
Objetivo principal	Beneficios económicos	Creación de empleos y sucesión
Los miembros se unen por:	Principalmente por intereses monetarios	No sólo monetarios, además por afecto y valores
La visión se basa en:	Administrador o consejo de administración	Fundador o propietario
Planeación estratégica:	Tendencia a mediano y largo plazo	Tendencia a corto plazo
Toma de decisiones:	Base racional Técnicas o modelos de Management Burocrática y lenta Riesgosa	Base razonable-emotiva Experiencia o sentido común Centralizada y rápida Prudente
Jerarquía:	Formal	Informal
Comunicación formal:	Escrita	Oral y escrita
Contratación de personal:	Por sus conocimientos y experiencias	Por pertenecer a la familia
Los miembros son evaluados por:	Lo que hacen	Lo que son

Tabla 4: Características de las empresas no familiar y familiar (cont.)

Concepto	No familiar	Familiar
Las actividades de propiedad y dirección:	Se encuentran separadas	Se encuentran estrechamente relacionadas
Sucesión:	Decisión colectiva	Decisión más bien individual
La perpetuidad se basa en	Patrimonio financiero	Patrimonio cultural y familiar

En este estudio de la Universidad Autónoma Metropolitana de la Ciudad de México se señala que uno de los principales objetivos de la empresa familiar, es la perpetuidad, ya que el fundador piensa que será el patrimonio que heredarán sus descendientes; de esta manera, no sólo se logrará la perpetuidad del patrimonio financiero, sino también el cultural y el familiar.

De la información obtenida durante la investigación²⁷, identificamos que la gran mayoría de las empresas familiares en México pertenece a la primera generación, en la que coexisten padres e hijos; y en la que los primeros son dueños y administradores únicos, y los hijos se desempeñan en posiciones gerenciales y directivas.

Por otra parte, de acuerdo con la encuesta realizada por PricewaterhouseCoopers²⁸ a las empresas familiares mexicanas, los sectores económicos en los que más participan son:

- i) venta al menudeo,
- ii) restaurantes,
- iii) hotelería,
- iv) construcción
- v) venta al por mayor,
- vi) financiero y
- vii) manufactura, resultando por demás interesante que los tres últimos son los de mayor concentración

El perfil de las empresas encuestadas, según se señala en este estudio, es que más del 85% son dueños de su propia empresa y el 74% ocupa la posición de Director General.

27. http://asoea.azc.uam.mx/f_uam_mipymes/ponenc2f/0011.pdf

28. <http://www.pwc.com/mx/es/encuesta-empresas-familiares/index.jhtml>

La longevidad de las empresas familiares según PwC es uno de los retos más importantes, ya que el 70% no tiene más de 50 años operando, el 72% de ellas coexisten la primera y segunda generación que está a cargo de la administración. Pero el porcentaje se reduce a 24% para las empresas en las que participa la tercera generación o más. Por otra parte, en un alto porcentaje de los casos, los padres sienten que los hijos no poseen las habilidades ni experiencias necesarias para hacerse cargo de la administración de "su" empresa; pero también cuentan con grandes ventajas:

Tabla 5²⁹

Concepto	Definición
Agilidad	La toma de decisiones es un proceso más fluido y menos burocrático
Motivación	Mayor compromiso, más pasión y profundamente orgullosos de lo que hacen
Continuidad	Los puestos clave son más estables por estar ocupados por familia
Perspectiva de largo plazo	Son más flexibles porque están en mayor contacto con la familia
Diligentes	El entorno es más cálido humano y comprometido

En un estudio realizado por KPMG³⁰, con cifras obtenidas del Instituto Nacional de Estadística y Geografía en México (INEGI), se indica que la situación de las empresas familiares es la siguiente:

- El 90% de las empresas mexicanas son familiares.
- Las micro, pequeñas y medianas empresas generan el 52% del PIB.
- Más del 90% de las emisoras en la BMV tienen clara representación familiar.
- El 78,5% de los empleos en México los generan las Micro, Pequeñas y Medianas empresas.
- 80% de los nuevos empleos en la última década han sido creados por empresas familiares.
- Solo el 13.9% de las empresas mexicanas obtuvieron un crédito.
- 70% de las empresas de nueva creación no duran más de 3 años.
- 7 de cada 10 empresas familiares desaparecen en el primer cambio de generación.
- La esperanza de vida de empresas familiares es de 25 años.

29. <http://www.pwc.com/mx/es/servicios-empresas/familiares.jhtml>

30. http://www.kpmg.com/MX/es/PublishingImages/E-mails-externos/2013/CONFERENCIA_DE_PRENSA/EMPRESAS_FAMILIARES/Empresas%20familiares_130913.pdf

A modo de resumen, podemos identificar que un alto porcentaje de las empresas en el mundo son familiares y dado que el proceso de evolución de las mismas, está vinculado a la vida interna de la familia y la relación que tiene con sus integrantes, así como su nivel educativo e influencias culturales, se requiere que la legislación en materia del mercado de valores diseñe mecanismos simples y con beneficios tangibles, que permitan madurar a las empresas, no sólo en el desarrollo económico, tecnológico, de métodos y procedimientos, sino también en el psicológico y cultural, de tal manera que permita a una empresa familiar sobrevivir más de tres generaciones.

Debido a las particularidades de la estructura empresarial en la región, CAF publicó un documento "*Lineamientos para un Código de Gobierno Corporativo para las PyME y Empresas Familiares*", que contiene la adaptación de las mejores prácticas de Gobierno Corporativo para este tipo de empresas. Tal y como se ha comentado en la primera parte de este Estudio, estos lineamientos reconocen la importancia de contar con un Protocolo Familiar que regule las relaciones entre familia, accionistas y empresa. Asimismo, CAF reconoce que la organización de la empresa familiar es un entramado jurídico complejo, y recomienda la creación de un Consejo Familiar para, entre otras cuestiones, sea el encargado de resolver los conflictos que puedan surgir, así como también promover y compartir información sobre los asuntos discutidos en el Consejo Familiar y en otros asuntos de interés de la familia.

■ 6. DESVENTAJAS QUE TIENEN LAS EMPRESAS FAMILIARES

Las principales desventajas que las empresas familiares enfrentan son el acceso al capital en igualdad de condición que empresas más grandes o públicas, los conflictos familiares y la falta de reglas claras para los familiares que trabajan en la empresa, la atracción y retención de talento con las habilidades y experiencias necesarias en los negocios, la falta de un plan de sucesión bien estructurado que ofrezca certidumbre tanto a los familiares que trabajan en la empresa como a los empleados no familiares y la falta de visión de algunos socios de mayor edad, las cuales se identifican de la siguiente manera.

Tabla 6³¹

Concepto	Definición
Acceso a capital	El Acceso a capital es más difícil para empresas Familiares que a empresas públicas
Conflictos Familiares	Los conflictos familiares pueden hacer más difícil que se alcancen acuerdos. Hay un alto riesgo de conflicto si las reglas no están bien establecidas
Atraer y motivar al personal no familiar	Es muy difícil atraer al personal adecuado a una empresa familiar y que se encuentre motivado
Plan de sucesión	Si no está bien estructurado el plan Familiar ¿Quién tomará el control de la empresa familiar?
Resistencia	Los socios de mayor edad son resistentes al cambio.

7. RETOS Y OPORTUNIDADES

Iberoamérica cuenta con una gran riqueza, dada su diversidad política, económica y cultural, entre muchas otras; pero uno de los aspectos que resultan de mayor relevancia para efectos del presente estudio, es el que se refiere a su sistema legal, que está subsumido en alguno de las dos principales corrientes legales existentes a nivel mundial; es decir, (i) los que tienen un sistema jurídico iusnaturalista, que se refiere a que los derechos de las personas preexisten a los individuos y (ii) los que tienen un sistema jurídico positivo, que se refiere a aquellos derechos que gozan los individuos con base a los que le otorga su Constitución; por lo que la óptica con la que se identifiquen los problemas y las oportunidades, en la regulación en general y en particular de las empresas familiares, pasan por el tamiz, no solo de los elementos políticos, económicos y culturales ya referidos, sino por los de carácter legal que pueden ser iusnaturalista o positivista.

Ahora bien, para quienes se preguntan qué tiene que ver la financiación y el buen gobierno de las empresas familiares con el tipo de sistema jurídico, la respuesta es que, el sistema jurídico adoptado, tiene que ver con las bases sobre las cuales se construye el derecho que regulará las relaciones que tendrán las empresas familiares con su entorno y que les permitirá o impedirá su desarrollo, impactando en sus mecanismos de financiamiento y de Gobierno Corporativo.

31. http://www.kpmg.com/MX/es/PublishingImages/E-mails-externos/2013/CONFERENCIA_DE_PRENSA/EMPRESAS_FAMILIARES/Empresas%20familiares_130913.pdf

El tipo de sistema legal que adopta cada país, tiene que ver con la idiosincrasia de los derechos que se pretenden proteger, conocidos como: "bien jurídico tutelado" y la forma en que los gobernados y las autoridades tanto judiciales como administrativas interpretan la norma, por lo que resulta de la mayor importancia, cuando se pretende una cierta uniformidad en la legislación de los países miembros del Instituto, con trabajos como el que nos ocupa, pues se pretenden utilizar como guía para la creación de futuras regulaciones. En consecuencia, el identificar en qué sistema jurídico nos estamos moviendo, contextualiza la regulación, cuyo propósito es el beneficio de los pueblos de cada nación, e incluso más allá, puesto que en un sistema financiero globalizado, al proteger al inversionista nacional, también protegemos al internacional; y con ello protegemos la planta productiva de cada país, constituida principalmente como ya vimos, por empresas familiares.

Ahora bien, en consideración a la integración de los sistemas financieros y la existencia de una mayor regulación estándar a nivel internacional, tal y como lo señala Dembinski³² en su obra: "la globalización financiera comporta la fusión progresiva de los sistemas financieros nacionales en un sistema global emergente", al decir:

"The financial monetary system must be recognised (sic) as a universal public tool and therefore treated not as the result of the specific interests of individual countries and businesses, but as part of a greater whole. On the one hand, it must be absolutely global and not just inter-governmental. On the other hand, it must explicitly be extended to the monetary and financial spheres and be given powers of regulation and supervision, especially in terms of criminal finance. Finally, the new structure must be built on close collaboration between public and private sectors."

Con lo anterior, identificamos la importancia de lograr acuerdos y contextos claros entre los países miembros del Instituto, cuando pretendamos generar regulación.

Ahora bien, con independencia del sistema jurídico que tenga cada país, es decir iusnaturalista o positivista, resulta importante considerar, que aquellos países miembros del Instituto que tengan firmado la Convención Americana sobre Derechos Humanos conocida como "Pacto de San José"³³, deberán saber que las interpretaciones que se hacen por la Corte Interamericana de Derechos Humanos, se harán siempre de acuerdo con una óptica iusnaturalista, no obstante que el país tenga un sistema positivista.

Recordemos que en principio, los ordenamientos fundamentales de cada uno de los países tiene como propósito ser un vehículo para proporcionar a sus ciudadanos la tan anhelada felicidad, traducida en lo material a mejores niveles de vida, proveyéndoles

32. http://infotek.alliance21.org/d/f/1939/1939_ENG.pdf

33. http://www.oas.org/dil/esp/tratados_B-32_Convencion_Americana_sobre_Derechos_Humanos.pdf

de salud, seguridad, educación y demás derechos que por el solo hecho de ser humanos, gozamos todos los individuos, como se ha manifestado en diversos tratados internacionales surgidos después de la segunda guerra mundial; así como la riqueza que permita obtener los referidos mejores niveles de vida, por lo que para que sean sustentables, se requiere que las empresas en su mayoría familiares, cuenten con adecuadas fuentes de financiamiento y para ello, un adecuado Gobierno Corporativo, basado en principios jurídicos tales como: (i) obligatoriedad (ii) certeza (iii) legalidad (iv) derecho de audiencia, (v) debido proceso legal y (vi) irretroactividad.

8. VISIÓN DE LA REGULACIÓN EN MATERIA DEL MERCADO DE VALORES

El entender la existencia de desequilibrios en el mercado de valores como parte de su naturaleza, resulta esencial para las empresas familiares, si los relacionamos con los conceptos referidos en el párrafo inmediato anterior, tal y como lo señala Fernando Gomez Bezares, en su obra "Lectura sobre Gestión de Carteras", en la que señala:

"...En un mercado eficiente los títulos estarán correctamente valorados, al rededor (sic) de lo que se suele denominar el valor intrínseco, que es como decir que se valoran en función de lo que se puede esperar de ellos. Así las acciones de una empresa tendrán el valor que corresponda a la marcha de dicha empresa, a sus expectativas de beneficios, riesgo que corre... Para que un mercado sea eficiente es necesario, paradójicamente, que los que actúan en él, al menos una parte importante de ellos, crean que no lo es y traten de aprovechar oportunidades de enriquecerse, analizando para ello la información disponible con la esperanza de vender a un, precio más alto que el intrínseco o comprar a uno más bajo (véase por ejemplo Lorie, Dodd y Hamilton, 1985); de esta manera consiguen que la cotización se centre en el valor intrínseco.

La existencia de pequeñas ineficiencias (éstas siempre las hay), justifica el que los analistas estudien métodos cada vez más sofisticados para sacar partido a la información disponible, tratando de obtener rentabilidades extraordinarias; pero su propia actuación hace cada vez más difícil obtener tales rentabilidades, llegando a conseguirse un mercado eficiente. El que esto se dé tiene una importancia capital para el inversor, que puede invertir sin preocuparse demasiado pues los títulos estarán bien valorados, bastándole normalmente con hacerlo en una cartera bien diversificada. Roberts distingue tres tipos de eficiencia (véase Brealey y Myers, 1988, pág. 297, donde se cita el trabajo inédito de Roberts, 1967)..."

El autor de referencia, nos señala que existen distintos tipos de eficiencia en el mercado de valores, clasificándolos de la siguiente manera, y que se relacionan con el Gobierno Corporativo de las empresas familiares y no familiares:

- **Eficiencia débil;** *es cuando el precio refleja toda la información histórica, las series de datos históricos no contienen información que pueda ser usada para obtener rentabilidades extraordinarias.*
- **Eficiencia semifuerte;** *cuando el precio refleja toda la información pública, tal es el caso del anuncio de los beneficios anuales o de los tipos de interés. En este caso sólo sería posible obtener rentabilidades extraordinarias mediante la utilización de informaciones privilegiadas, si éstas existen.*
- **Eficiencia fuerte;** *el precio refleja toda la información existente, en tal caso nadie puede obtener una rentabilidad extraordinaria mediante la utilización de informaciones privilegiadas, bien porque no existen, bien porque son públicas. (Fernando Gomez-Bezares, 2004)*

Resume el autor, señalando que: *"un mercado es eficiente, cuando utilizando información no podemos lograr rentabilidades extraordinarias, por estar esa información contenida en el precio..."*.

El conocer e identificar este tipo de eficiencias en el mercado, facilita el estudio y generación de regulación, en materia de valores, y de la necesaria existencia de los desequilibrios, puesto que sin ellos no existiría el mercado de valores, lo cual debe ser del conocimiento de las empresas familiares, al ingresar al mercado de valores.

¿Conciencia del Estado en las Empresas Familiares?

La conciencia de los gobiernos de las empresas familiares en la regulación, en ciertos países de hecho está siendo más avanzada que en otros, ya que por ejemplo en España, según se desprende de un artículo de la Empresa Familiar³⁴ recientemente se obtuvo mediante una consulta vinculante a la Dirección General de Tributos el que se exima de cargas fiscales a una empresa familiar que pretendía simplificar la sucesión y facilitar el relevo generacional a fin de evitar conflictos entre los hijos.

Lo anterior, nos permite identificar que en la medida que los gobiernos son conscientes de las estructuras de las empresas familiares, permiten la existencia y sobre vivencia, y hasta la trascendencia de las mismas, con el consecuente beneficio económico para su país. Otro ejemplo de este tipo de avances, lo encontramos en la reciente modificación de la Ley de Sociedades de Capital en España, para la mejora del Gobierno Corporativo, con lo que se generan importantes avances, respecto de la relevancia que merece un buen Gobierno Corporativo; y que evidentemente impactará a las empresas familiares, considerando el volumen que de estas existe en dicho país.

34. <http://www.laempresafamiliar.com/informacion/actualidad/2732-hacienda-facilita-la-sucesion-de-la-empresa-familiar>

9. PROPUESTA PARA QUE LAS EMPRESAS FAMILIARES TRANSITEN A PÚBLICAS

La principal razón por la que una empresa familiar le interesa adoptar un Gobierno Corporativo, es el cumplimiento a la Ley, ya que es un requisito previo, si se desea acceder al mercado de valores; sin embargo, no se identifica otro incentivo suficientemente poderoso, ya que en la percepción de las empresas, tal adopción, no solo es cara, sino extremadamente compleja.

En el estudio de "Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina"³⁵ se menciona que JP Morgan solicitaba a los acreditados que tenían problemas para recibir financiamiento, que reformaran los estatutos de sus sociedades, con el propósito de facilitar en su caso el cobro de los créditos otorgados al controlar el comportamiento de los socios y accionistas, respecto del manejo de los flujos y activos adquiridos con el crédito que se les concedía.

Partiendo de lo señalado en los párrafos anteriores, nos percatamos que resulta necesario encontrar nuevos mecanismos que sirvan de incentivo a las empresas, sobre todo las familiares, para que constituyan en sus empresas gobiernos corporativos acordes con las mejores prácticas internacionales; por lo tanto, corresponde al estado generar los incentivos necesarios, cuando éstos no se generan de manera natural por el mercado, proponiéndose los siguientes:

- 1) Que los gobiernos de los países miembros, por conducto de sus órganos legislativos o ejecutivos (dependiendo del sistema legal y facultades de los poderes que le integran) otorguen incentivos fiscales temporales, a las empresas familiares que modifiquen sus estatutos sociales, con arreglo a las leyes del mercado de valores de cada país y/o
- 2) Que las instituciones financieras que otorguen créditos a empresas familiares, cobren menos intereses, cuando éstas cumplan con estatutos sociales y demás obligaciones, similares a los de las empresas que cotizan en bolsa, al disminuir su riesgo operativo y corporativo.

La implementación individual o conjunta de cualquiera de los mecanismos arriba propuestos, constituirían poderosos incentivos para que las empresas de cada país, y en particular las familiares, que en la mayoría de los casos carecen de políticas de Gobierno Corporativo, perciban un beneficio inmediato, y no de largo plazo, respecto de la adopción de las mejores prácticas de Gobierno Corporativo; familiarizándose con las prácticas, que permitirán no solo su supervivencia a largo plazo;

35. http://www.cepal.org/washington/noticias/noticias/3/40233/Gobernanza_corporativa_final.pdf

sino también su integración en el mercado de valores, de una manera más ágil, y sin contratiempos.

La necesidad de estos incentivos obedece, en la opinión del suscrito, a la problemática de carácter psicológica que representa para los dueños de las empresas familiares, (usualmente "pater" o "mater" familias), ya que se resisten a integrar en sus consejos de administración a personal no familiar, como lo son los consejeros independientes.

En este orden de ideas, se identifica que si se premia a las empresas familiares, mediante ciertos incentivos, según se ha referido con anterioridad, el acudir al mercado de valores les resultaría menos complejo y menos oneroso, y por lo tanto el acceder al mercado de valores, es más fácil, puesto que ya han tenido en sus consejos, la estructura y metodologías requeridas para poder cotizar en la bolsa.

Esta propuesta, se fortalece en el hecho de que para muchos abogados e inclusive economistas como Jansen y Mecling³⁶, señalan que las empresas no son más que un conjunto de contratos, al decir: *"Contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors, and so on."*, y en la medida que las empresas cumplen con sus prácticas corporativas, incluyendo las de contratos, vinculados con: (i) sus socios (vida corporativa), (ii) empleados, y (iii) clientes y proveedores; los mecanismos de control interno, riesgos operativos y corporativos, son atendidos de manera natural, quedando alineada la vida corporativa con la operativa, en un marco conceptual de reglas claras y acceso a la información para todos los inversionistas.

El acceso a la información y transparencia de la misma por parte de los inversionistas, no solo es una buena práctica corporativa, sino que permite sentar las bases para futuras inversiones tanto de nacionales como extranjeros; lo cual nos lleva a considerar una estandarización del tipo de: calidad y oportunidad de la información que se proporciona al mercado, siendo ésta otra área de oportunidad para los miembros del Instituto.

■ 10. CONCLUSIONES

El estudio nos permite identificar importantes áreas de oportunidad en el desarrollo de la regulación en materia de financiamiento y buen gobierno de la empresa familiar. Una de éstas es que se requiere estandarizar conceptos de derecho común como lo es la familia, o al menos conceptualizar con herramientas estándar, que se entiende por empresa familiar. Es claro que resulta de lo más complejo estandarizar conceptos de derecho Civil, que en la mayoría de los países son regulados de manera local

36. <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>

o por regiones; sin embargo, para efectos de la regulación en materia financiera, y sobre todo del mercado de valores, resulta toral lograr un concepto estándar, como los expuestos a lo largo del trabajo.

En consideración a que después de las definiciones, las interpretaciones se identifican como una segunda barrera a superar, y que principalmente atañen a los entes reguladores que interpretan la ley de manera administrativa; así como a las autoridades judiciales, que interpretan la ley de manera definitiva, resulta de lo más importante el desarrollar principios rectores relacionados con las empresas familiares, tal y como sucede en los derechos humanos; ya que en la medida en que logremos conciliar los objetivos, con la interpretación, lograremos menores arbitrajes en la regulación e interpretación y por lo tanto más certidumbre.

Finalmente es muy importante generar incentivos para que las empresas familiares (que representan en la mayoría de los países alrededor del 85% de las empresas), puedan transitar al mercado de valores, ya que ello se traduce en una mayor probabilidad de desarrollo para los países, al tener en sus economías empresas fuertes que pueden sobrevivir a las adversidades, técnicas, tecnológicas, operativas y corporativas, al contar con procesos claros y que incluyen un buen Gobierno Corporativo y la transición generacional, que usualmente destruye a las empresas familiares antes de la segunda generación. Por tal motivo, el desarrollo de vehículos por parte del estado que permitan la institucionalización de las empresas familiares, mediante una adecuada implementación del Gobierno Corporativo, con incentivos claros y oportunos, resultan de la mayor importancia, tal y como se señala en el numeral inmediato anterior.

Bibliografía

- Asociación para el Desarrollo de la Empresa Familiar de Madrid (ADEFAM). <http://www.edefam.com/empresa/cifras.html>
- Informe de Empresa Familiar. <http://www.iadef.org/2014/09/10/informe-de-empresa-familiar/>
- Agrupación Europea de Empresas Familiares. <http://www.laempresafamiliar.com/servicios/instituciones/agrupacion-europea-de-empresas-familiares>
- Asamblea Legislativa del Distrito Federal. <http://www.aldf.gob.mx/codigos-107-4.html>
- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. [http://www.amib.com.mx/valores/boletines/ValoresEspecial\(D\).pdf](http://www.amib.com.mx/valores/boletines/ValoresEspecial(D).pdf)
- Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión. <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>
- Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo. Guía Práctica para la Institucionalización de la Empresa. Mexico D.F.

- CEPAL. http://www.cepal.org/washington/noticias/noticias/3/40233/Gobernanza_corporativa_final.pdf
- Consejo Coordinador Empresarial. <http://www.cce.org.mx/sites/default/files/CodigoMejoresPracticas.pdf>
- Convención Americana Sobre Derechos Humanos. http://www.oas.org/dil/esp/tratados_B-32_Convencion_Americana_sobre_Derechos_Humanos.pdf
- Dembinski, P. H. http://infotek.alliance21.org/d/f/1939/1939_ENG.pdf
- Fernando Gomez-Bezares, J. A. (2004). *Lectura sobre Gestión de Carteras*. Bilbao. España
- Instituto Tecnológico Autónomo de México (CEDEF), I. B. (s.f.). *La Singular Dinámica de las Empresas Familiares en Latinoamérica*. Mexico, D.F.
- International Finance Corporation, http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/global+corporate+governance+forum/publications/toolkits+and+manuals/leadershiptoolkit
- Jurídica, C. <http://www.diccionariojuridico.mx/>
- KPMG Cárdenas Dosal, S. http://www.kpmg.com/MX/es/PublishingImages/E-mails-externos/2013/CONFERENCIA_DE_PRENSA/EMPRESAS_FAMILIARES/Empresas%20familiares_130913.pdf
- Empresa familiar: Um negócio que se adapta ao século 21 Março. http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/10minutes/assets/10-min-empresas-familiares-13.pdf
- Michael C. Jensen, H. B. <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>
- PricewaterhouseCoopers <http://www.pwc.com/mx/es/servicios-empresas/familiares.jhtml>
- PWC. <http://www.pwc.ec/assets/pdf/publicaciones/pwc-ideas-jun2012.pdf>
- Real Academia de la Lengua Española. www.rae.es.
- Revista de Negocios del ITAM. Víctor Esquivel y Khalid Daruich. <http://direcciones-estrategica.itam.mx/la-empresa-familiar-los-fondos-como-alternativa-de-financiamiento/>
- Serraller, M. <http://www.laempresafamiliar.com/informacion/actualidad/2732-hacienda-facilita-la-sucesion-de-la-empresa-familiar>
- Universidad Anahuac <http://www.revistas.unam.mx/index.php/rca/article/view/36776>.
- Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa, http://asoea.azc.uam.mx/f_uam_mipymes/ponenc2f/0011.pdf
- VentureAsociation, <http://www.governanceconsultants.com/web/Publicaciones/EncuestaDeGobiernoCorporativoEntreGestoresDeFondosDeCapitalPrivadoEnLatinoamerica%202008.pdf>
- Wikipedia. http://es.wikipedia.org/wiki/Empresa_familiar

CAPÍTULO 15

El Buen Gobierno en las Empresas Públicas

Nabil Miguel

Socio del Estudio Jurídico Miguel & Miguel

Andrés Oneto

*Ejecutivo Principal / Dirección de Políticas Públicas y Competitividad
CAF- banco de desarrollo de América Latina*

1. INTRODUCCIÓN
2. EL ESTADO COMO PROPIETARIO
3. EL ESTADO COMO ACCIONISTA
4. IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO
5. ASPECTOS DE IMPORTANCIA EN EL BUEN GOBIERNO DE LAS EPE'S
6. RELACIONES DE LAS EPE'S CON SUS GRUPOS DE INTERÉS
7. RECOMENDACIONES DE BUENAS PRÁCTICAS PARA LAS EPE'S:
HERRAMIENTAS DISPONIBLES
8. CONCLUSIÓN

■ 1. INTRODUCCIÓN

Haciendo una extensa revisión en diferentes países de la región, es común observar que en muchos de ellos el Estado es accionista de importantes empresas en diversas industrias, algunas de ellas consideradas como estratégicas, entre las que destacan: hidrocarburos, energía, transporte, comunicaciones y agua, por lo que el Estado termina cumpliendo un importante rol y generando un impacto, tanto en lo social como en lo económico.

A lo largo del capítulo se analizará el papel del Estado como dueño de Empresas de Propiedad del Estado (en adelante EPE's), así como la importancia que juega el Gobierno Corporativo en contribuir al mejor desempeño en la gestión de las EPE's y las herramientas desarrolladas por diversas organizaciones en esta materia.

■ 2. EL ESTADO COMO PROPIETARIO

En su papel de dueño de EPE's, es donde se observa de manera recurrente ciertos tipos de problemas, siendo los más comunes el que los objetivos de las empresas no sean consistentes con el mandato dado al momento de su creación, que las responsabilidades del Directorio no estén del todo definidas o que los procedimientos de selección de Directores no estén formalizados, así como la existencia de situaciones que evidencian conflictos de interés, especialmente, a nivel del Estado ejerciendo su doble papel como propietario y como regulador.

Es así que surge una pregunta que muchos consideran válida, y que genera muchos debates en la región ¿el Estado debe asumir el papel del empresario o debe delegar esa responsabilidad por completo al sector privado? Esto toma mayor relevancia cuando se trata de una empresa de servicios públicos con un efecto directo en la calidad del servicio sobre un importante sector de la población.

Este capítulo no tiene por objetivo atender este dilema sino más bien encarar otra pregunta igual de complicada y fundamental: bajo el supuesto que el Estado ha decidido actuar como propietario de empresas, ¿cuáles deben ser las buenas prácticas que debe implementar para que su gestión sea lo más efectiva y transparente posible, de manera que se pueda garantizar la sostenibilidad de las EPE's en las que participa?

A fin de responder a esta pregunta es importante analizar y de alguna manera tratar de conceptualizar la participación del Estado como accionista en las EPE's.

■ 3. EL ESTADO COMO ACCIONISTA

Cuando se trata de la participación del Estado en empresas, existen dos objetivos que deben ser tomados en cuenta:

- El respeto a los derechos de los grupos de interés (internos y externos); y
- un mayor y más eficiente control sobre la gestión de la EPE, ya sea a nivel central o regional según corresponda.

A fin de cumplir con estos objetivos, la participación del Estado estará unida a la ética en la gestión y la administración de las EPE's, ya sea que detente el 100% del patrimonio de la EPE o en empresas con capital público y privado, bajo las formas de organización jurídica existentes para cada país^{1,2}.

Ahora bien, el Estado como accionista deberá, en el ámbito de las buenas prácticas de gobierno, considerar lo siguiente:

- Ejercer activamente sus derechos de propiedad de acuerdo al tipo de EPE.
- Elaborar una política de propiedad clara y consistente, tomando en cuenta los objetivos y las políticas públicas del Estado.
- Determinar el alcance de su participación en el fortalecimiento del Gobierno Corporativo en las EPE's.
- Contar con un proceso objetivo y transparente de nominación y elección de los miembros de los Directorios donde participe y prever la posibilidad de la concurrencia de directores independientes. Asimismo las EPE's deben establecer claramente los derechos y deberes de los miembros del Directorio, debiendo los mismos ser vinculantes y obligatorios, tales como: deber de diligencia, lealtad, no competencia y de reserva de información.
- Se deben concebir mecanismos que incentiven a todos los accionistas a participar en las Juntas o Asambleas Generales. Estos mecanismos podrían ser: votos por medios telemáticos, formas de representación no engorrosas y transparentes, entre otros.
- Se debe contar con una política comunicacional que permita a las EPE's mantener una adecuada relación con todos sus accionistas, de tal forma que exista

1. Según la Constitución Política de Bolivia, (Art.306; II, IV), la economía plural está constituida por las formas de organización económica comunitaria, estatal, privada y social cooperativa y estas formas podrán constituir empresas mixtas.

2. La Ley N° 466 de la Empresa Pública de 26 de diciembre de 2013 en su art 6 determina que las empresas públicas de carácter estratégico o social tendrán la siguiente tipología: Empresa Estatal (EE); Empresa Estatal Mixta (EEM); Empresa Mixta (EM); Empresa Estatal Intergubernamental (EEI)

un canal de comunicación expedito que les permita tomar sus decisiones de manera oportuna e informada.

- Se deberá establecer una política que sirva de base para que las EPE's puedan implementar mecanismos y procedimientos enfocados al respeto de los derechos de sus grupos de interés.
- La planificación estratégica de las EPE's debe estar en concordancia con los objetivos marcados por el Estado, ya que los activos y recursos aportados por éste son públicos y en consecuencia se debe cuidar un bien jurídico superior como es el interés y los derechos de la comunidad.

■ 4. IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Teniendo en cuenta lo anterior, el buen Gobierno Corporativo juega un importante papel como carta de navegación que ayuda a la administración pública, no solo a definir y monitorear el logro de sus objetivos, sino también permitir que haya una línea de mando, con responsabilidades claras por parte del Estado como propietario, de los Directorios como instancias estratégicas de largo plazo, y de la alta gerencia como ejecutores de esa estrategia. Es decir, la aplicación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo permite ayudar a contribuir al mejor desempeño de la institución. De esa manera, permite al Estado actuar, sin involucrarse directamente con la operatividad diaria, como un accionista responsable y proactivo, que busca maximizar el valor de la empresa, en función del propósito para el cual fue creado, sea este económico o social.

De igual manera, la aplicación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo permite que ni el Directorio ni la alta gerencia, estén en la situación de capturar a la empresa en perjuicio del Estado —en su rol de propietario— y que más bien actúen en línea con los objetivos establecidos. Asimismo, estas buenas prácticas permiten que los accionistas minoritarios, en caso de que existan, tengan un trato equitativo, de manera que accedan a la misma información que el accionista mayoritario.

Adicionalmente, es importante resaltar que el Gobierno Corporativo no responde a líneas ideológicas y, por el contrario, la adopción de estos lineamientos es neutral en cuanto a la disposición de mantener los activos de estas empresas en manos del Estado o no. En este sentido, se debe enfatizar que es una herramienta indispensable para lograr los fines últimos para las cuales las EPE's han sido creadas.

5. ASPECTOS DE IMPORTANCIA EN EL BUEN GOBIERNO DE LAS EPE'S

Los principios y directrices de las prácticas de buen gobierno, en términos generales, son aplicables a todas las empresas, sin embargo existen algunos aspectos como la ética profesional y los conflictos de interés que deben ser considerados y tratados especialmente en las EPE's, debido a que los activos y recursos que aporta el Estado son bienes públicos y, por ende, existen intereses comunitarios que resguardar.

- **Ética Empresarial.** Las EPE's deberán contar con una serie de principios integrados a su política de gestión que les permita competir en condiciones igualitarias con otras empresas, respetando en todo momento la ley y demás normativa.

La ética empresarial deberá ser la norma y no la excepción, esto ayudará a la EPE en su credibilidad social, para este cometido deberá buscar el equilibrio entre los derechos de sus grupos de interés y la finalidad de la empresa.

Ahora bien, dada la naturaleza de las EPE's, los códigos y estándares de ética deben ser mayores que en las empresas privadas, ya que sus directores además de velar por la sostenibilidad de la empresa en el tiempo, deben resguardar los bienes públicos e intereses de la colectividad.

- **Conflictos de interés.** Un tema de relevancia en el ámbito empresarial, tanto público como privado, está en los conflictos de interés, situación que se produce cuando por cualquier acto, omisión o situación un funcionario, director o miembro de la alta gerencia intenta compatibilizar su función o situación con negocios o intereses propios o de terceros y a consecuencia de este pudiera obtener ventajas o beneficios ilegítimos para sí o para otras personas.

Ahora bien, como se indicó anteriormente, las EPE's no están exentas de esta problemática, razón por la cual su política de administración de conflictos de interés debe prever que ante cualquier conflicto o potencial conflicto de interés, los funcionarios pero principalmente directores y/o miembros de la alta gerencia, se abstengan de inmiscuirse en el mismo, y anteponer los intereses de la empresa sobre los particulares, siendo recomendable que las medidas a ser adoptadas por las EPE's sean preventivas y también correctivas. Estas medidas podían ser: la no concurrencia en conflictos de interés; la abstención de participación en definición cuando exista algún conflicto de interés; la comunicación sobre conflictos de interés o posibles conflictos.

6. RELACIONES DE LAS EPE'S CON SUS GRUPOS DE INTERÉS

En términos generales, se considera Grupo de Interés a aquellas personas o partes próximas relacionadas con la empresa, cuyo desenvolvimiento puede afectarlas directa o indirectamente. Ahora bien, la relación de los Grupos de Interés con las empresas, en general, sean estas privadas o públicas, descansa en una red de vínculos sólidos en base a derechos y obligaciones construidas en el tiempo, buscando que las empresas fomenten una cooperación sistemática con sus actores próximos, sean éstos internos o externos.

En este sentido, las EPE's deben buscar que su relación con los Grupos de Interés, evolucione a un nivel de asociación voluntaria, es decir, que las EPE's deben lograr la confianza de sus grupos de interés, de tal forma que sus vínculos con éstos se basen en criterios de cooperación y alianza estratégica.

Sobre esta forma de asociación o cooperación, The Copenhagen Centre indica que se trata de: *"diferentes combinaciones de personas y organizaciones procedentes de diferentes ámbitos públicos y sociales que se comprometen a desarrollar relaciones voluntarias, de ayuda mutua, que generan nuevos beneficios, dirigidas a alcanzar objetivos de interés público mediante la combinación de recursos y competencias"*³.

En relación a los Grupos de Interés, resulta interesante considerar la experiencia en Bolivia, donde la Constitución Política del Estado, señala que: *"La sociedad civil organizada ejercerá el control social a la gestión pública en todos los niveles del Estado, y a las empresas e instituciones públicas, mixtas y privadas que administren recursos fiscales"*^{4,5}.

El control social agrupará a sindicatos y organizaciones sociales reconocidas a nivel nacional. Como se podrá apreciar, el control social ejercido a través de la sociedad civil organizada se encuentra en el ámbito de los Grupos de Interés, sin embargo, esto no implica la representación de la totalidad de los Grupos de Interés relacionados a cada EPE.

Según la Ley N° 341 de Participación y Control Social, la sociedad civil organizada como actor de participación del control social descansa en los siguientes tipos:

3. J. Nelson y S. Zadek (2000): Partnership Alchemy: new social partnership in Europa, The Copenhagen Centre.

4. Arts. 241º, 242º de la Constitución Política del estado.

5. Según la Ley N° 341 de Participación y Control Social, (art. 6) es actor de la Participación y Control Social, la sociedad civil organizada sin ningún tipo de discriminación.

"Artículo 7. (TIPOS DE ACTORES). Existen los siguientes tipos de actores en la Participación y Control Social:

- 1) **Orgánicos.** Son aquellos que corresponden a sectores sociales, juntas vecinales y/o sindicales organizados, reconocidos legalmente.
- 2) **Comunitarios.** Son aquellos que corresponden a las naciones y pueblos indígenas, originario campesinos, las comunidades interculturales y afrobolivia-
nas y todas las reconocidas por la Constitución Política del Estado, que tienen su propia organización.
- 3) **Circunstanciales.** Son aquellos que se organizan para un fin determinado y que cuando el objetivo ha sido alcanzado, dejan de existir."

Por su parte la Ley N° 466 de la Empresa Pública nos indica que el control social será ejercido para promover la gestión transparente, flexible y gerencial de las empresas públicas.

7. RECOMENDACIONES DE BUENAS PRÁCTICAS PARA LAS EPE'S: HERRAMIENTAS DISPONIBLES

A nivel internacional, diversas instituciones han venido trabajado desde hace más de una década en promover el Gobierno Corporativo, como un conjunto de principios que regulan la relación entre los actores que realmente controlan y administran las empresas bajo una estructura de poder, convirtiéndose en guardianes de los derechos de los accionistas y de aquellos otros que invierten sus recursos en ellas. Adicionalmente, y teniendo en cuenta la importancia y las características puntuales que tienen las EPE's, algunas instituciones como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Banco Mundial (BM), Banco de Desarrollo Asiático (ADB), CAF-banco de desarrollo de América Latina, y la Superintendencia del Mercado de Valores del Perú (SMV) han trabajado en herramientas dirigidas a este segmento de empresas que se detallan a continuación.

OCDE

En el 2005 publicó las *Directrices de la OCDE sobre el Gobierno Corporativo de las empresas públicas* como un documento destinado a ayudar a los gobiernos, tanto a evaluar, como a mejorar la forma en que ejercen la propiedad de las EPE's.

Las Directrices de la OCDE están orientadas a temas considerados como específicos del Gobierno Corporativo de las EPE's, y desde la perspectiva del Estado como propietario, centrándose en recomendaciones de políticas que garantizarían un

buen Gobierno Corporativo de la empresa. Las Directrices cubren las áreas siguientes:

1) Cómo Garantizar un Marco Jurídico y Regulatorio Efectivo para Empresas Públicas.

"El marco jurídico y regulatorio de las empresas públicas debería garantizar la igualdad de condiciones en los mercados en los que compiten las empresas del sector público y las empresas del sector privado, con el fin de evitar distorsiones de mercado. El marco debería basarse y ser plenamente compatible con los Principios de la OCDE sobre Gobierno Corporativo".

2) La Actuación del Estado como Propietario.

"El Estado debería actuar como un propietario informado y activo, y establecer una política de propiedad clara y consistente, garantizando que el Gobierno Corporativo de las empresas públicas se realiza de forma transparente y responsable, con el nivel necesario de profesionalismo y efectividad".

3) Tratamiento Equitativo de los Accionistas.

"Tanto el Estado como las empresas públicas deberían reconocer los derechos de todos los accionistas, y conforme a los Principios de la OCDE sobre Gobierno Corporativo, garantizar un trato equitativo y acceso igualitario a la información corporativa".

4) Las Relaciones con Partes Interesadas.

"La política de propiedad del Estado debería reconocer plenamente las responsabilidades de las empresas públicas con partes interesadas y pedir que informen sobre sus relaciones con éstas".

5) Transparencia y Divulgación.

"Las empresas públicas deberían mantener un elevado nivel de transparencia de conformidad con los Principios de la OCDE sobre Gobierno Corporativo".

6) Las Responsabilidades de los Directorios de las Empresas Públicas.

"Los Directorios de las empresas públicas deberían contar con la suficiente autoridad, competencia y objetividad para realizar su función de guía estratégica y supervisión de la administración. Deberían actuar con integridad y asumir la responsabilidad por sus acciones".

Otros documentos elaborados por la OCDE incluyen:

- Guía para rendición de cuentas y transparencia para Empresas de Propiedad del Estado.
- Equilibrio entre las Prioridades Comerciales y No-Comerciales de las Empresas Públicas.
- Supervisión del Propietario y Prácticas de Directorio en Empresas de Propiedad del Estado Latinoamericanas.

- La Gobernanza de Empresas de Propiedad Mixta en Latinoamericana.
- Directorios de Empresas de Propiedad del Estado: Una Revisión de Prácticas Nacionales.

Banco Mundial

Esta institución ha elaborado el documento de trabajo “*Gobierno Corporativo de las Empresas Públicas en América Latina*” a través del cual presenta casos de países de la región, analizando aspectos claves como el nivel de propiedad del Estado y la rendición de cuentas, así como temas relacionados con la supervisión del desempeño, la divulgación de información, mecanismos de auditoría, y el papel del Directorio de las empresas.

Adicionalmente, a nivel de acompañamiento, el Banco Mundial viene apoyando a algunos gobiernos de la región en procesos de reformas en temas relacionados con el Gobierno Corporativo y, especialmente, en monitoreo y evaluación de las EPE's. Actualmente viene trabajando en Paraguay, Belice, Trinidad y Jamaica, así como en Colombia, como parte de su preparación para entrar en la OCDE.

ADB

El Banco Asiático de Desarrollo, es un banco multilateral fundado en 1966, compuesto por 67 países miembros, de los cuales 48 forman parte de la región Asia-Pacífico y el resto son países de otras zonas del planeta. En temas de Gobierno Corporativo y las EPE's ha trabajado en una serie de documentos “*Finding Balance: Benchmarking the Performance of State-Owned Enterprises*” analizando en dos volúmenes los casos de EPE's en las Islas Fiji, Marshall, Samoa, Salomón y Tonga y en un tercer documento el caso de Papua Nueva Guinea. El objetivo del estudio fue el de evaluar el impacto de las EPE's en los sectores económicos en los que participaban e identificar factores de rendimiento clave, así como estrategias de reforma que puedan guiar futuras políticas públicas.

CAF

Como se ha mencionado en la primera parte de este Estudio, basados en la experiencia obtenida en los últimos años —tanto en el desarrollo de aportes conceptuales como de implementaciones efectivas en la región—, así como en las Directrices de la OECD, CAF ha elaborado unos *Lineamientos para el Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Estado* como una base para orientar las políticas públicas y las decisiones gerenciales que contribuyan a consolidar el Gobierno Corporativo de las EPE's y, por lo tanto, a mejorar su desempeño y transparencia.

La estructura de los Lineamientos comprende 57 guías prácticas distribuidas en siete áreas establecidas como esenciales para el Gobierno Corporativo de las EPE's, que a continuación se detallan:

- 1) **Necesidad de un marco legal y regulatorio efectivo.** Recomendaciones que promueven una separación clara entre las funciones del Estado como propietario y como regulador del mercado, así como una simplificación de las formas jurídicas de las EPE's, de manera que se evite la creación de marcos legales específicos que beneficien a las EPE's en perjuicio del sector privado.
- 2) **Función de propiedad del Estado.** Propuestas concretas que buscan que se desarrolle una clara política de propiedad que defina la función del Estado como accionista de las EPE's, a través de un organismo claramente identificado. Ejerciendo activamente sus derechos de propiedad sin interferir en la gestión ordinaria de las EPE's, concediendo la autonomía operativa necesaria para para alcanzar sus objetivos y permitiendo a los directores ejercer sus funciones, respetando su independencia.
- 3) **Derechos y trato equitativo de los accionistas.** El reconocimiento de los derechos de los accionistas y los mecanismos para su ejercicio son fundamentales ya que éstos, independientemente de que sean controladores, significativos o minoritarios, son los verdaderos propietarios de la empresa y quienes aportan el capital para el ejercicio de su actividad. En ese sentido las EPE's deben garantizar una comunicación efectiva con todos los accionistas y fomentar la participación de los accionistas minoritarios en las Asambleas de Accionistas, con el fin de promover su intervención en la toma de decisiones corporativas fundamentales como la elección del Directorio.
- 4) **Asamblea General de Accionistas.** Recomendaciones que ponen énfasis en reconocer las competencias exclusivas e indelegables de la Asamblea General de Accionistas, definidas a través de un reglamento interno. Es importante que entre las funciones este órgano supremo de autoridad, se garantice el derecho de los accionistas a solicitar información escrita con antelación a la realización de la Asamblea y que defina un plazo suficiente de convocatoria para la Asamblea, garantizando su amplia difusión
- 5) **Directorio.** El Directorio es el órgano de administración clave en cualquier empresa, con amplias responsabilidades para el ejercicio de las funciones de orientación estratégica, supervisión, control de la gestión ordinaria y administración o disposición, esta última normalmente delegada en la Alta Gerencia. Es así que las EPE's deben reconocer la necesidad de contar con un Directorio como órgano de administración, con Reglamento Interno que defina las facultades indelegables, así como los deberes y derechos de los directores. De igual manera se deben tener procedimientos concretos para la propuesta y selección de directores que incluya, entre otros, el establecimiento de requisitos

- generales para ser director y director independiente, y mecanismos para una evaluación de su gestión.
- 6) **Control e información de los estados financieros.** La transparencia, entendida como el acto de revelar información sobre la sociedad, es la piedra angular sobre la que descansa la reputación de la sociedad. Es por ello que las EPE's deben garantizar total transparencia de los pactos entre accionistas, presentado información veraz y oportuna a los mercados financieros y de capital y la revelación de las operaciones vinculadas como hecho relevante, además de realizar la presentación de sus estados financieros según principios contables adecuados, implementando sistemas de Auditoría Interna y contar con un auditor externo independiente.
 - 7) **Previsión en los estatutos sociales del arbitraje como forma de solución de controversias.** Las EPE's deberán contemplar métodos alternativos de solución de controversias para la resolución de controversias en el seno de la compañía. Esta práctica es recomendable para elevar la credibilidad, la transparencia y la equidad con los inversionistas y los distintos grupos de interés de la empresa.

Como complemento a estos lineamientos, CAF ha publicado, dentro de su serie de documentos "Políticas Públicas y Transformación Productiva" el correspondiente al "**Gobierno Corporativo en América Latina: Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal**". A través de este documento se presenta una herramienta conceptual y práctica, que pueda servir de base tanto para la generación de políticas públicas hacia la gobernabilidad de las EPE's, como de recomendaciones prácticas para los representantes de las empresas.

El documento empieza por poner en contexto a los principales participantes de una EPE: propietarios, directorio y ejecutivos; responsables de plantear los intereses de los accionistas, plantear la visión estratégica de largo plazo en el mejor interés de la empresa y su ejecución. Estos actores conforman el triángulo de Gobierno Corporativo, y las complejas interacciones entre estos grupos se representan gráficamente en la figura 1. Un adecuado modelo de implementación de prácticas de Gobierno Corporativo permite un balance y adecuado, entre los tres grupos, donde el Directorio cumple una función clave en la alineación de los intereses de los accionistas y la gerencia.

Figura 1: El Triángulo de Gobierno Corporativo



Fuente: Gobierno Corporativo en América Latina: Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal, CAF

A continuación el documento hace una revisión del estado de situación del papel de las EPE's de América Latina, donde se destaca que a nivel de gobiernos se está pasando de una discusión ideológica a una cuestión pragmática, siendo lo fundamental que se manejen con un mandato claro y con órganos que hagan cumplir ese mandato.

En cuanto a las principales características del Gobierno Corporativo de las EPE's se destaca lo siguiente:

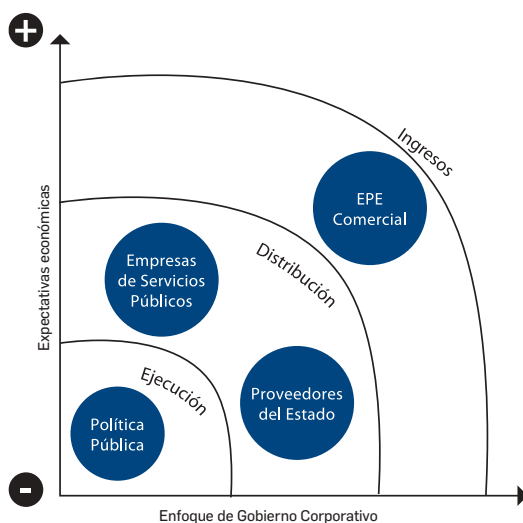
- **Estructura Corporativa.** Muchas de las EPE's han adoptado una forma jurídica empresarial con formalidades corporativas que pueden incluir un Directorio y una Junta General de Accionistas. Directorios, en su mayoría compuestos por funcionarios públicos, pues los directores independientes aún no son una práctica común y las remuneraciones no son comparables con las ofrecidas en el sector privado.
- **Criterios de selección de la administración y directores.** Aun cuando en muchos casos se cuentan con directrices meritocráticas para la contratación de la alta gerencia y los miembros del directorio, se siguen dando nombramientos sin

- procedimientos de selección, coincidiendo su rotación con el cambio en la gestión del representante de la propiedad (Ministro, Gobernador, Alcalde, etc.).
- **Transparencia y revelación de información.** Es cada vez más significativo el número de EPE's que están utilizando Auditores Externos para certificar sus estados financieros, y sitios web corporativos para revelar información (estructura de Gobierno, informes anuales, estados financieros y procesos de contratación).

Otro tema abordado es el referido a analizar el papel del Estado como accionista, a través del cual se debe definir el mandato que debe recibir la EPE, a fin de evitar que la empresa misma debata en su seno si su rol debe ser social o económico. En esa línea se describen las distintas clasificaciones de EPE's, sobre las cuales se deben definir indicadores económicos, operacionales y sociales que permitan clarificar los objetivos y medir los resultados de su gestión. Las cuatro categorías básicas, tal como se detallan en la figura 2 son:

- EPE's creadas con el propósito de alcanzar objetivos de política pública.
- EPE's responsables de proveer servicios públicos.
- EPE's exclusivas para la provisión de bienes y servicios requeridos por el Estado y.
- EPE's responsables de producir ingresos para el Estado, compitiendo con el sector privado en igualdad de condiciones.

Figura 2: Clasificación básica de las EPEs



Fuente: Gobierno Corporativo en América Latina: Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal, CAF

Una vez que la clasificación de la EPE ha sido definida, se debe estructurar un Gobierno Corporativo ajustado a su mandato, y objetivos que permitan mitigar los conflictos de interés que puedan generarse teniendo en cuenta el papel simultáneo del Estado como propietario, regulador y cliente.

Posteriormente el documento hace tres preguntas claves sobre el Gobierno Corporativo de las EPE's en la región:

1. ¿Por qué el Gobierno Corporativo es importante en las EPE's?

- **Permite maximizar la posición de liderazgo de la EPE.** Las EPE's generalmente están en sectores estratégicos cuyos servicios llegan a un segmento amplio de la población y con alta visibilidad e impacto a nivel social y económico. Dada esta posición, tienen la capacidad y responsabilidad de ser un ejemplo positivo en la implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, maximizando así su posición de liderazgo.
- **Mantener la perspectiva de Largo Plazo.** En la medida que éstas tienden a tener un doble propósito, pues puede que no esté definido si tienen un objetivo de generar ganancias o un servicio público, esto puede crear un potencial conflicto de interés. Un programa sólido de Gobierno Corporativo proporciona mecanismos claros y transparentes para administrar estos conflictos.
- **Alcanzar los objetivos de la Empresa de forma eficiente.** Al interior de las EPE's, el Gobierno Corporativo permite alcanzar objetivos como:
 - i) Procesos y estructuras para la toma de decisiones más claras;
 - ii) Mayor transparencia;
 - iii) Directorio y Administración más estables;
 - iv) Controles estrictos sobre los riesgos;
 - v) Administración de Conflictos de interés;
 - vi) Mejor acceso al capital; y
 - vii) Mejora las relaciones con accionistas minoritarios.

2. ¿Por qué los Estados deben apoyar el Gobierno Corporativo en las EPE's?

- **Credibilidad del Estado.** Como se dijo anteriormente las EPE's ocupan un lugar de importancia y visibilidad en las comunidades en que sirven. Por lo tanto, deberían ejemplificar las mejores prácticas del propio Estado. La falta de un buen Gobierno Corporativo en las EPE's puede afectar la credibilidad del Estado y también socavar el marco legal.
- **Cumplimiento de las normas globales.** Los principios y estándares de Gobierno Corporativo se han convertido en norma a nivel mundial y esto de alguna manera puede generar una presión internacional, especialmente

- cuando hay necesidad de los Estados en acceder a fuentes alternativas de capital.
- **Bien Público.** Cuando las EPE's son bien gobernadas y gestionadas, los beneficios económicos y sociales inciden de manera directa en las comunidades a las que atienden.
 - **Integridad Empresarial.** Cuando el Estado cumple y hace cumplir las normas de Gobierno Corporativo en sus empresas, está estableciendo un estándar de integridad para todas las empresas en el país, sean estas públicas o privadas, locales o extranjeras.
 - **Eficiencia del Mercado.** Los estándares de Gobierno Corporativo permiten al Estado ampliar el abanico de fuentes de financiamiento, en mejores condiciones, tanto en plazo y costo.

3. ¿Cómo los Estados pueden mejorar el Buen Gobierno Corporativo en EPE's?

- A través del compromiso público de los líderes gubernamentales y políticos en la implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo.
- Fomentando la autorregulación de las EPE's y reforzando así el Gobierno Corporativo basado en principios del modelo "cumpla o explique".
- Logrando que todos los poderes públicos —ejecutivo, legislativo y judicial— estén de acuerdo en que los principios de Gobierno Corporativo son esenciales para el éxito de las EPE's.
- Capacitando y evaluando la gestión de los Directorios, pues las mejores prácticas de Gobierno Corporativo requieren de procesos de auto-evaluación anual.

Finalmente, a través de la presentación de experiencias en la implementación de prácticas de buen Gobierno Corporativo, se analizan casos que permiten pasar de la teoría a la práctica, donde cada caso refleja un aspecto a destacar dentro de la dinámica del Gobierno Corporativo propia de cada EPE:

- CODELCO, Chile: describe la adopción y ajustes en la regulación para el fortalecimiento de la estructura de Gobierno Corporativo y el establecimiento de roles y responsabilidades en el Directorio.
- FONAFE, Perú: detalla el papel que cumple una Entidad Centralizada de Propiedad como gestora y promotora del Gobierno Corporativo en las EPE bajo su ámbito.
- ISAGEN, Colombia: presenta el caso de una EPE listada en bolsa de valores, con un Directorio de primer nivel y el respeto a los derechos de los accionistas minoritarios.
- EPM, Colombia: describe el Acuerdo de Gobernabilidad entre la entidad que ejerce la propiedad (el Municipio de Medellín) y la EPE, bajo una visión estratégica de Largo Plazo.

- Autoridad del Canal de Panamá, Panamá: detalla la implementación de prácticas de Gobierno Corporativo para asegurar la continuidad y rentabilidad de la operación del canal, a través de la incorporación de directorios escalonados que mitiguen el impacto de cambios políticos.

Adicionalmente, CAF ha trabajado a través de cooperaciones técnica que ha permitido llevar a cabo implementaciones en la aplicación de buenas prácticas en un total de 21 EPEs en la región:

Empresas Estatales	País
Fábrica Nacional de Cemento S.A.	Bolivia
EMEVERDE	Bolivia
Aguas del Cesar	Colombia
Aguas del Magdalena	Colombia
EMCALI	Colombia
Empresa Eléctrica de Quito	Ecuador
Empresa Metropolitana de Asea-EMASEO	Ecuador
Empresa Metropolitana de Agua Potable-EMAAP	Ecuador
Empresa Metropolitana de Movilidad-EMMOP-Q	Ecuador
Empresa Pública Municipal de Desarrollo Económico – EDEC EP	Ecuador
Empresa Pública Municipal de Aseo de Cuenca – EMAC EP	Ecuador
Rocafuerte Seguros S.A.	Ecuador
Ferrocarriles del Ecuador Empresa Pública – FEEP	Ecuador
Petroperú	Perú
Sedapal	Perú
Banco de la Nación	Perú
Electroperú	Perú
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito-CMAC PIURA	Perú
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito-CMAC ICA	Perú
Fondo MIVIVIENDA S.A.	Perú
Agrobanco	Perú

Estas actividades han permitido ganar experiencia, quedando claro que para llevar a cabo implementaciones efectivas y exitosas se requiere:

- Despolitizar el concepto de Gobierno Corporativo y los procesos de implementación, pues la adopción de prácticas de Gobierno Corporativo no implica ni debe relacionarse con la privatización de la EPE.
- Es fundamental contar con el compromiso real del Accionista, el Directorio y de la Alta Gerencia para el proceso de implementación.
- Construir al más alto nivel del gobierno capacidades institucionales fuertes para contar con organismos que ejerzan los derechos de propiedad como un accionista activo y responsable, es condición necesaria para la buena gobernanza.

Red Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo de Empresas de Propiedad del Estado

Se trata de una iniciativa conjunta entre CAF y OCDE que desde el 2011 se reúne de manera recurrente (a partir del 2014 se incorporó el Banco Mundial) con el objetivo de mejorar el gobierno de las empresas públicas en Latinoamérica, a través del intercambio de experiencias y conocimientos en políticas de gobierno de empresas estatales, así como en prácticas y reformas, teniendo como marco conceptual para el debate las Directrices de la OCDE en Gobierno Corporativo de las empresas estatales y los Lineamientos para el Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Estado elaborados por CAF. La Red provee un foro que permite aprovechar la experiencia de gobiernos e instituciones, y compartir su conocimiento en política, marcos institucionales y prácticas óptimas para fomentar la mejora del Gobierno Corporativo de las empresas públicas a través de la región.

La Red tiene en su haber un sólido historial de colaboraciones con instituciones afines, dispuestas a trabajar a nivel mundial con reguladores y otros funcionarios comprometidos con el gobierno de las empresas estatales, con el fin de apoyar las reformas en el área de Gobierno Corporativo. Los objetivos específicos de la Red son:

- Concientizar a todos los grupos interesados de la importancia y los desafíos relacionados con el buen Gobierno Corporativo de empresas estatales.
- Evaluar las políticas y marcos actuales en el área de Gobierno Corporativo de las empresas estatales, comparando éstas con las mejores prácticas internacionales descritas en las Directrices.
- Influir en la creación de políticas a través de un foro en el que los responsables políticos, profesionales y expertos puedan compartir conocimientos y experiencias.

- Facilitar reformas viables y efectivas, gracias al debate y el análisis de las posibles medidas políticas; al desarrollo de recomendaciones; y al acuerdo conjunto de las prioridades para las reformas.

La Red se ha reunido en diferentes países de Latinoamérica con el fin de facilitar un eje de encuentro altamente especializado a nivel regional que proporcione un diálogo sobre políticas estructuradas en Gobierno Corporativo para las empresas estatales. A la fecha las reuniones han sido:

- Bogotá, Colombia del 8 al 9 de septiembre de 2011, con el apoyo del Gobierno de Colombia.
- Lima, Perú del 11 al 12 de octubre de 2012 con el apoyo del Ministerio de Economía y Finanzas y la Corporación FONAFE.
- Buenos Aires, Argentina del 11 al 12 de marzo de 2014 con el apoyo de la Sindicatura General de la Nación (SIGEN).

Superintendencia del Mercado de Valores de Perú

Analizando de manera puntual lo avanzado en el Perú, destaca la importancia que se ha dado al tema, pues en la actualización del Código de Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas de 2013, elaborado por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en coordinación con diversos actores, tanto públicos como privados, se incorporó un anexo —Principios complementarios para Empresas de Propiedad del Estado— reconociendo con ello su importancia como actor relevante para el desarrollo del mercado de capitales. Este anexo se desgrega en 4 pilares:

- **Pilar I: Derechos de los accionistas:** referido al régimen de transferencia de acciones y el tratamiento equitativo de accionistas.
- **Pilar II: El Directorio y la Gerencia:** que incluye la solución de conflictos de los diferentes grupos de interés, la elección de directores, así como la conformación del Directorio y la aplicación del Código de Ética.
- **Pilar III: Riesgo y cumplimiento:** que implica contar con un sistema efectivo de gestión integral de riesgos que permite la identificación y evaluación oportuna de los riesgos que enfrenta la divulgación de información relevante y de manera oportuna.
- **Pilar IV: Transparencia de la información:** la divulgación de información relevante y de manera oportuna.

■ 8. CONCLUSIÓN

El buen gobierno en las empresas donde participe el Estado tiene un papel muy importante, ya que podría proponer alternativas de solución a la gestión transparente de los negocios, a la administración de conflictos de interés, al acceso y transparencia de la información, así como al trato equitativo de los socios.

En este entendido, el Estado podría establecer definiciones claras sobre la propiedad, tomando en cuenta los objetivos y las políticas públicas del Estado. Asimismo, procurará contar con procesos objetivos para la nominación y elección de los directores en las EPE's donde participe y, además, prever la posibilidad de que participen directores independientes.

El Estado deberá desarrollar una política comunicacional que permita a las EPE's mantener una adecuada relación con todos sus accionistas, de tal forma que exista un canal de comunicación expedito que les permita tomar sus decisiones de manera oportuna e informada. Por otra parte, es recomendable que cuente con una política que sirva de base para que las EPE's puedan implementar mecanismos y procedimientos enfocados a la comunicación y respeto de los derechos de sus Grupos de Interés.

La planificación estratégica de las EPE's deberá estar en concordancia con los objetivos marcados por el Estado, ya que los activos y recursos aportados por éste son públicos y, en consecuencia, se debe cuidar un bien jurídico superior como es el interés y los derechos de la colectividad.

Finalmente, debemos comentar que garantizar el éxito de una EPE es un tema complejo, pues implica superar diversos dilemas que se generan a partir de la propiedad estatal de los activos. La aplicación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo es una herramienta que promueve la buena gestión de las mismas, a través de la rendición de cuentas, la transparencia y el fortalecimiento de los órganos de gobierno.

Sin embargo, la implementación de estas prácticas implica contar con el compromiso real del accionista para su aplicación. Estas reformas no son sencillas de ejecutar, sin embargo, este éxito es posible. Es así como a través de este capítulo se han presentado herramientas desarrolladas por diversas instituciones, que proponen recomendaciones en materia de Gobierno Corporativo para que tanto el Estado como propietario, el Directorio y la alta Gerencia de las EPE's, avancen hacia este objetivo.

Bibliografía

- OCDE (2011): "Directrices de la OCDE sobre el Gobierno Corporativo de las Empresas Públicas".
- BM (2014) "Gobierno Corporativo de las Empresas Públicas en América Latina"
- CAF (2010): "Lineamientos para el Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Estado".
- CAF (2012): "Gobierno Corporativo en América Latina: Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal", Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva. N° 6.
- CAF (2013): "Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo".
- SMV (2013): "Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas"
- IGCLA (2010-2011): "Gobierno Corporativo en Latinoamérica".
- Responsabilidad Social Corporativa; Jordi Morrós Ribera-Isabel Vidal Martínez; FC Editorial; España.
- Constitución Política del Estado; (Bolivia); Edt. Gaceta Oficial de Bolivia.
- Ley del Mercado de Valores; Ley N° 1834 de 31-marzo-1998 (Bolivia).
- Ley de la Empresa Pública; Ley N° 466 de 26-diciembre-2013 (Bolivia).
- Ley de Participación y Control Social; Ley N° 341 de 5-febrero-2013 (Bolivia).

OTRAS PUBLICACIONES DEL INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADOS DE VALORES

Disponibles en la web www.iimv.org



Estudio sobre la protección del inversor en Iberoamérica. 2103



Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica. 2012



Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica. 2010



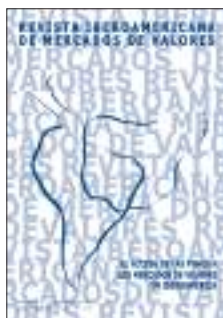
Actualización del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica. 2010



Estudio "La titulización de créditos a pymes en Iberoamérica". Estudio comparativo de la Titulización de créditos procedentes de la financiación de las Pequeñas y Medianas Empresas en Iberoamérica. 2007



Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica. 2006



Revista Iberoamericana de Mercados de Valores. Edición cuatrimestral, desde noviembre de 2000

