



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**ANÁLISIS EN DERECHO COMPARADO DE LAS  
RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO**

Casos de España, Reino Unido, Francia, Alemania, Suiza, Japón, Brasil y  
Australia.

Autor: Eduardo Hernández Masía

5° E-3 B

Derecho Mercantil

Tutor: Fernando Vives Ruiz

Madrid

Abril 2022

## **RESUMEN.**

El buen gobierno de las sociedades cotizadas ha sido protagonista del debate público durante la segunda mitad del siglo XX y las primeras décadas del siglo XXI como consecuencia de prácticas corporativas reprochables y de crisis empresariales. Estas circunstancias pusieron de manifiesto la necesidad de fijar unas reglas de conducta que mejoraran el gobierno corporativo de las sociedades, ayudando a mitigar los riesgos de su mala gobernanza y a dotar de confianza a los inversores.

El derecho de sociedades fue considerado insuficiente e ineficiente para atender a estos problemas en distintas jurisdicciones y se completó con recomendaciones de buen gobierno que, a su vez, sirvieron para enriquecer con su experiencia las propuestas de reforma legislativa.

En este trabajo se ha pretendido llevar cabo un estudio en derecho comparado (España, Francia, Reino Unido, Alemania, Suiza, Japón, Australia y Brasil) de las recomendaciones de buen gobierno, con especial atención a: su evolución, las entidades emisoras, la implementación del principio de cumplir o explicar, su estructura, su contenido, sus particularidades y su grado de seguimiento. De este análisis resultan importantes similitudes entre ellos pero también diferencias y áreas de mejora.

**Palabras clave:** buen gobierno corporativo, recomendaciones de buen gobierno, códigos de buen gobierno, consejo de administración, consejeros independientes.

**ABSTRACT.**

*The good governance of listed companies has been at the centre of public debate during the second half of the 20th century and the first decades of the 21st century because of reprehensible corporate practices and corporate crises. These circumstances highlighted the need for rules of conduct to improve corporate governance of companies, helping to mitigate the risks of poor governance and to provide investors with confidence.*

*Company law was considered insufficient and inefficient to address these problems in different jurisdictions and was complemented by good governance recommendations which, in turn, served to enrich legislative reform proposals with their experience.*

*The aim of this paper is to carry out a comparative law study (Spain, France, United Kingdom, Germany, Switzerland, Japan, Australia and Brazil) of good governance recommendations, paying special attention to: their evolution, the issuing entities, the implementation of the principle of comply or explain, their structure, their content, their particularities and their degree of monitoring. This analysis reveals important similarities between them, but also differences and areas for improvement.*

**Keywords:** *good corporate governance, good governance recommendations, good governance codes, board of directors, independent directors.*

## ÍNDICE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>   | <b>8</b>  |
| <b>2. CONTEXTO: EL GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>  | <b>10</b> |
| <b>2.1. El origen del gobierno corporativo.....</b>   | <b>10</b> |
| <b>2.2. Breve recorrido histórico del gobierno corporativo. ....</b>  | <b>11</b> |
| 2.2.1. <i>Primeros pasos del gobierno corporativo. ....</i>   | <i>12</i> |
| 2.2.2. <i>Separación de propiedad y control: “The Modern Corporation and the Private Property” por Berle y Means.....</i> | <i>12</i> |
| 2.2.3. <i>Avance del gobierno corporativo en los Estados Unidos. ....</i>   | <i>14</i> |
| 2.2.4. <i>Internacionalización del gobierno corporativo.....</i>  | <i>15</i> |
| 2.2.5. <i>La regulación del gobierno corporativo en EEUU: Sarbanes-Oxley Act.16</i>                                       |           |
| <b>3. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO: CONCEPTO Y ANTECEDENTES HISTÓRICOS. ....</b>                                  | <b>18</b> |
| <b>3.1. Concepto. ....</b>  | <b>18</b> |
| <b>3.2. Origen de las recomendaciones de buen gobierno en Europa. ....</b>  | <b>18</b> |
| 3.2.1. <i>Informe Cadbury. ....</i>   | <i>18</i> |
| 3.2.2. <i>Avance en Reino Unido y expansión de las recomendaciones de buen gobierno.....</i>                              | <i>20</i> |
| 3.2.3. <i>Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades. ....</i>  | <i>21</i> |
| <b>3.3. Marco europeo de recomendaciones de buen gobierno. ....</b>   | <b>22</b> |
| 3.3.1. <i>El Informe Winter y las Recomendaciones de la Comisión Europea.....</i>   | <i>22</i> |
| 3.3.2. <i>Libro Verde la Unión Europea (2011). ....</i>   | <i>24</i> |
| <b>3.4. Las recomendaciones de buen gobierno en España.....</b>   | <b>25</b> |
| 3.4.1. <i>Informe Olivencia.....</i>  | <i>25</i> |
| 3.4.2. <i>Informe Aldama. ....</i>  | <i>28</i> |
| 3.4.3. <i>Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.....</i>  | <i>31</i> |
| 3.4.4. <i>Código de Buen Gobierno de la Sociedades Cotizadas. ....</i>  | <i>32</i> |

|   |           |
|---|-----------|
| <b>4. ANÁLISIS EN DERECHO COMPARADO DE LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO. ....</b>                             | <b>35</b> |
| <b>4.1. Códigos de buen gobierno objeto de análisis.....</b>  | <b>35</b> |
| 4.1.1. Elección de códigos de buen gobierno para este trabajo. ....   | 35        |
| 4.1.2. Una cuestión previa: la estructura de gobierno corporativo de los países objeto de estudio. ....           | 36        |
| <b>4.2. Entidades emisoras, estructura y revisión de los códigos de buen gobierno. ....</b>                       | <b>37</b> |
| 4.2.1. Entidades emisoras de las recomendaciones de buen gobierno. ....   | 37        |
| 4.2.2. Estructura de los códigos. ....  | 40        |
| 4.2.3. Revisión de los códigos de buen gobierno. ....   | 41        |
| <b>4.3. Implementación del principio de cumplir o explicar.....</b>   | <b>41</b> |
| <b>4.4. Objetivos de las recomendaciones de buen gobierno. ....</b>   | <b>44</b> |
| <b>4.5. Órgano de administración.....</b>   | <b>45</b> |
| 4.5.1. Funciones del órgano de administración. ....   | 45        |
| 4.5.2. Composición del órgano de administración.....  | 47        |
| 4.5.3. Separación del cargo de presidente del consejo de administración y consejero con funciones ejecutivas..... | 53        |
| 4.5.4. Remuneraciones de los miembros del órgano de administración.....   | 54        |
| 4.5.5. Estructura del consejo de administración. ....   | 58        |
| <b>4.6. Accionistas. ....</b>   | <b>60</b> |
| 4.6.1. Transparencia.....   | 61        |
| 4.6.2. Involucración de los accionistas. ....   | 61        |
| 4.6.3. Participación del accionista en la junta general.....  | 61        |
| <b>4.7. Particularidades en el contenido de los códigos estudiados. ....</b>                                      | <b>62</b> |
| 4.7.1. Sociedades cotizadas gestionadas externamente. ....  | 62        |
| 4.7.2. Responsabilidad Social Corporativa.....  | 63        |
| 4.7.3. Sociedades de capital mixto. ....  | 64        |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>4.8. Grado de seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno. ....</b> | <b>64</b> |
| 4.8.1. <i>Grado de seguimiento</i> .....                                       | 65        |
| 4.8.2. <i>Recomendaciones con mayor grado de incumplimiento</i> .....          | 65        |
| <b>5. CONCLUSIONES.....</b>  | <b>67</b> |
| <b>6. BIBLIOGRAFÍA.....</b>  | <b>70</b> |
| <b>Legislación. ....</b>   | <b>70</b> |
| <b>Doctrina. ....</b>  | <b>72</b> |
| <b>Documentos. ....</b>  | <b>80</b> |
| <b>Códigos de buen gobierno analizados. ....</b>                               | <b>83</b> |

## LISTADO DE ABREVIATURAS.

|                 |   |
|-----------------|---|
| AFEP            | <i>Association française des entreprises privées</i>  |
| ALI             | <i>American Law Institute</i>   |
| AMF             | <i>Autorité des marchés financiers</i>  |
| Art./arts.      | Artículo/artículos  |
| ASX             | <i>Australian Securities Exchange</i>   |
| CNMV            | Comisión Nacional del Mercado de Valores  |
| coord.          | coordinado  |
| CVM             | <i>Comissão de Valores Mobiliários</i>  |
| etc.            | etcétera  |
| FCA             | <i>Financial Conduct Authority</i>  |
| FRC             | <i>Financial Reporting Council</i>  |
| IAGC            | Informe Anual de Gobierno Corporativo   |
| LSC             | Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital |
| MEDEF           | <i>Mouvement des Entreprises de France</i>  |
| núm.            | número  |
| NYSE            | <i>New York Stock Exchange</i>  |
| OCDE            | Organización para la Cooperación y el Desarrollo  |
| <i>op. cit.</i> | <i>opere citado</i> , en la obra citada   |
| p./pp.          | página/páginas  |
| rec.            | recomendación   |
| RSC             | Responsabilidad Social Corporativa  |
| SEC             | <i>Securities and Exchange Commission</i>   |
| SOX             | <i>Sarbanes-Oxley Act</i>   |
| TSE             | <i>Tokio Stock Exchange</i>   |
| UE              | Unión Europea   |
| <i>vid.</i>     | <i>vide</i> , véase   |
| vol.            | volumen   |

## 1. INTRODUCCIÓN.

El gobierno corporativo de las sociedades se regula principalmente mediante normas legales (*hard law*). Sin embargo, la necesidad de adaptar determinadas normas de gobierno corporativo a las sociedades cotizadas, así como, las diversas características y estructuras de gobierno que cada sociedad presentaba, exigió el empleo del *soft law* a través de las recomendaciones de buen gobierno<sup>1</sup>.

Las recomendaciones de buen gobierno tienen como objetivo mejorar las prácticas corporativas, permitiendo a las sociedades adaptarlas a su realidad particular y dejando que sean los inversores los que realicen su propia valoración sobre sus estructuras de gobierno<sup>2</sup>.

En este trabajo se pretende realizar un análisis cualitativo en derecho comparado de las recomendaciones de buen gobierno. Con esta finalidad se ha seguido la siguiente metodología:

- (i) En la primera parte del trabajo se contextualiza el movimiento de gobierno corporativo en el que se incardinan las actuales recomendaciones de buen gobierno.
- (ii) En la segunda parte se estudia, por un lado, la evolución de las recomendaciones de buen gobierno vigentes desde finales del siglo XX y, por otro lado, se realiza un breve análisis de la evolución de las recomendaciones de buen gobierno en España, desde el Informe Olivencia hasta el actual Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.
- (iii) En la tercera parte se realiza un análisis en derecho comparado de los códigos vigentes (recomendaciones de España, Reino Unido, Francia, Alemania, Suiza, Brasil, Australia y Japón) con especial atención a: las entidades

---

<sup>1</sup> Winter, J., Garrido, J.M., Hopt, K., Rickford, J., Rossi, G., Schans, H. y Simon, J., “Report of the High-Level Group of Company Law Experts On a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe”, Bruselas, noviembre 2002. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/report\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf)).

<sup>2</sup> Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Pargendler, M., Ringe, W. y Rock, E., “The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach”, *Oxford University Press*, Oxford, 2004, p. 63.

encargadas de emitirlos, la implementación del principio de cumplir o explicar, los objetivos que persiguen en el ámbito corporativo, su principal contenido (recomendaciones dirigidas al órgano de administración y a los accionistas), aquellas recomendaciones que no se incluyen en todos los códigos y su grado de seguimiento.

La metodología seguida en la realización del trabajo ha consistido en el estudio de la doctrina jurídica y económica más relevante; el análisis comparado de las distintas recomendaciones de buen gobierno en vigor en los distintos países; y, la extracción de algunas conclusiones sobre la realidad actual y que pudieran servir para analizar futuras reformas del procedimiento o el contenido del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.

## 2. CONTEXTO: EL GOBIERNO CORPORATIVO.

### 2.1. El origen del gobierno corporativo.

El origen del gobierno corporativo ha sido objeto de estudio por parte de numerosos académicos del mundo del derecho y de la economía. Aunque no hay un acuerdo absoluto sobre su origen remoto, sí lo hay sobre su origen próximo en la segunda mitad del siglo XX en Estados Unidos, y sobre las palancas que han propiciado sus mayores avances: los momentos de crisis empresariales y, por lo tanto, de mayor desconfianza en los mercados financieros y, también, aunque en menor medida, los de expansión económica como fue, por ejemplo, el movimiento privatizador desarrollado en Europa y, con especial relevancia, en Reino Unido y España<sup>3</sup> en la década de los 80.

En el caso de las crisis empresariales, el objetivo era restaurar la confianza de los mercados, mientras que en los de expansión económica, el incremento en el número de accionistas minoritarios exigió dar respuesta a sus necesidades de protección<sup>4</sup>. Las recomendaciones de buen gobierno fueron -en este contexto- uno de los medios para la mejora del gobierno de las sociedades cotizadas.

El *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (en adelante, el “**Informe Cadbury**”) de 1992<sup>5</sup>, define el gobierno corporativo como “*el sistema por el que las compañías son controladas y dirigidas*”. El *Deutscher Corporate Governance Kodex* de 2020 (en adelante, el “**Código Alemán**”), lo define como “*el marco normativo legal y fáctico para la gestión y supervisión de una empresa*”. El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas español de 2015 (en adelante, el “**Código Español**”), determina que el buen gobierno corporativo hace referencia a que las sociedades gestionadas de manera adecuada y transparente son un “*factor esencial para*

---

<sup>3</sup> En la motivación del Informe Olivencia (y otros códigos europeos) ya destacaron que el motivo de fondo de esta corriente reformista del gobierno corporativo se debió a la separación entre propiedad y gestión, el incremento de los accionistas minoritarios y con ellos la necesidad de nuevas fórmulas de equilibrio o contrapeso en el seno de la organización corporativa.

<sup>4</sup> Cabeza, L. y Gómez, S., “Gobierno de las empresas españolas: privatizadas versus no privatizadas”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 2008, vol. 17, núm. 3, pp. 79-92. (disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2725486.pdf>).

<sup>5</sup> Cadbury, A., Butler, I., Charckham J., (...), *Report of the Committee on the Financial Aspects of the Corporate Governance*, diciembre 1992.

*la generación de valor en las empresas, la mejora de la eficiencia económica y el refuerzo de la confianza de los inversores*”. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE)<sup>6</sup>, sostiene que el gobierno corporativo implica “*el establecimiento de un conjunto de relaciones entre la dirección de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otros actores interesados*”. La doctrina ha aportado diversas definiciones en sentido similar<sup>7</sup>.

El gobierno corporativo no es solo una realidad jurídica. En él convergen numerosos campos de estudio como la economía, la ética, el derecho, la gestión empresarial e incluso la psicología. En el ámbito de este trabajo, el del derecho de sociedades, podemos definir el gobierno corporativo como el conjunto de normas, principios e instituciones que se refieren a la organización y funcionamiento de las sociedades (y los órganos que las integran), las relaciones entre los accionistas, entre los accionistas y los gestores, y entre la sociedad y otros terceros interesados o *stakeholders*<sup>8</sup>.

La inclusión en la definición del término *stakeholder*, está íntimamente ligado al modelo de gobierno corporativo actual, según el cual, la empresa no solo debe centrarse en satisfacer los intereses de sus accionistas, que también, sino en satisfacer (o al menos, tener en cuenta) los de sus trabajadores y demás terceros interesados o *stakeholders*<sup>9</sup>. Esta última referencia ha encontrado eco en diversas instituciones nacionales e internacionales, como el Foro de Davos de 2020 en cuyo manifiesto se declaró que: “*El propósito de las empresas es colaborar con todos sus stakeholders en la creación de valor compartido y sostenido*”.

## **2.2. Breve recorrido histórico del gobierno corporativo.**

---

<sup>6</sup> OCDE, Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, *Éditions OCDE*, 2016, París, p. 9. (disponible en: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>).

<sup>7</sup> Paz-Ares, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *Revista para el Análisis del Derecho*, octubre 2003, Working Paper 162, p. 3. (disponible en: [https://indret.com/wp-content/uploads/2007/05/162\\_es.pdf](https://indret.com/wp-content/uploads/2007/05/162_es.pdf)).

<sup>8</sup> Payet, J.A., “Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de las Minorías”, *THEMIS: Revista de Derecho*, 2003, núm. . 46, p. 77. (disponible en: <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9965>).

<sup>9</sup> Orta, M. y Sierra, L., “Análisis comparado de los Códigos de Gobierno Corporativo de España e Inglaterra. Especial referencia a la consideración de la auditoría interna”, pp. 97-98, coord. Escobar-Pérez, B. y Raposo, M., “Cities in Competition. Finance management challenges: selected papers from the XV Spanish-Portuguese Meeting of Scientific Management”, 2005, pp. 95-110. (disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5146949>).

### 2.2.1. Primeros pasos del gobierno corporativo.

Hay autores<sup>10</sup> que sostienen que el buen gobierno corporativo surge en los siglos XVI y XVII con las primeras compañías mercantiles, donde comenzaron a estudiarse los modelos de propiedad de las acciones y la diferencia entre los distintos tipos de accionistas.

Sin embargo, la mayoría coinciden en datar su origen en el Crack bursátil de 1929. Años antes se habían producido importantes avances tecnológicos que permitieron el desarrollo de sistemas de producción en masa, lo que condujo a la concentración del poder económico en manos de grandes corporaciones con un capital atomizado, consecuencia tanto de la necesidad de grandes capitales como del interés de los inversores por diversificar sus riesgos en varias compañías. La falta de normas y de prácticas de gobierno corporativo dieron lugar a importantes abusos de poder y a actuaciones fraudulentas en las corporaciones, cuya causa fue identificada por la doctrina en la falta de alineación de los intereses de los accionistas con los de los administradores y con la actuación sin control de estos últimos<sup>11</sup>. Así, la Caída de Wall Street de 1929 y la posterior Gran Depresión reveló la crisis del sistema *laissez faire*, tal y como entonces se entendía, dando lugar a la necesidad de analizar cómo estaban siendo gobernadas las grandes sociedades cotizadas<sup>12</sup>.

### 2.2.2. Separación de propiedad y control: “The Modern Corporation and the Private Property” por Berle y Means.

---

<sup>10</sup> Cheffins, B.R., “The History of Corporate Governance”, *ECGI Working Paper Series in Law*, enero 2012, Working Paper 184/2021, p. 2 (disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1975404](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404)) y Morck, R.K., “A History of Corporate Governance Around the World”, noviembre 2005, *University of Chicago Press*.

<sup>11</sup> Graham, J.R., Hazarika, S., y Narasimhan, K., “Corporate Governance, Debt and Investment Policy during the Great Depression”, 2011.

<sup>12</sup> Konzelmann, S., Wilkinson, F., Fovargue-Davies, M. y Sankey, D., “Governance, regulation and financial market instability: the implications for policy”, *Cambridge Journal of Economics*, 2010, 34, pp. 929-954.

En la década de 1930, como identificaron en 1932 Berle y Means en su libro *The Modern Corporation and Private Property*<sup>13</sup>, tuvo lugar la separación entre lo que ellos denominaban el “*paper government*” y el “*actual government*”. Los autores, abogado y economista respectivamente, detectaron que el incremento de las necesidades de capital por parte de las sociedades de la Bolsa de Nueva York había multiplicado la inversión, incrementado el número de accionistas y con ello, la base accionarial de accionistas minoritarios. Esa dispersión accionarial produjo la pérdida de control de los accionistas que habían cedido su poder a un pequeño grupo de administradores que ejercían sus facultades sin control ni supervisión de los propietarios<sup>14</sup>. Según los autores, este modelo, iniciado en Estados Unidos, terminaría por imponerse en Estados Unidos y se extendería al resto de países por simples razones económicas, por lo que consideraron necesario el análisis prioritario de este modelo y el establecimiento de unas buenas prácticas corporativas que mejoraran su funcionamiento.

En este mismo sentido se manifestó, décadas después, Pound, J.<sup>15</sup>, quien afirmó que las sociedades respondían en general a un modelo denominado “*managed corporation*” en el que “*managers led, and directors and shareholders followed*”. Así, la idea de separación entre propiedad y control<sup>16</sup>, que ya entonces había dado lugar a importantes debates<sup>17</sup>, abrió un nuevo e importante campo de estudio en torno a cómo regular y ponderar los diferentes intereses en conflicto entre accionistas y administradores.

A partir de estas realidades, el gobierno corporativo comenzó a adquirir relevancia entre la literatura. En palabras de WELLS,<sup>18</sup> fue el momento en el que “*economistas, abogados y periodistas trataron de comprender tanto los problemas de gobernanza de las nuevas empresas modernas como el impacto que esos problemas de gobierno corporativo tenían*

---

<sup>13</sup> Berle, A. y Means, G., “The Modern Corporation and Private Property”, *Transaction Publishers*, 1932.

<sup>14</sup> James, D., “The Modern Corporation and Private Property, by Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C. Means”, *Indiana Law Journal*, 1933, vol. 8, art. 11. (disponible en: <https://www.repository.law.indiana.edu/ilj/vol8/iss8/11>).

<sup>15</sup> Pound, J., “The Promise of the Governed Corporation”, *Harvard Business Review*, marzo-abril 1995. (disponible en: <https://hbr.org/1995/03/the-promise-of-the-governed-corporation>).

<sup>16</sup> Mizruchi, M.S., “Berle and Means Revisited: The Governance and Power of Large U.S. Corporations”, *Theory and Society*, *University of Michigan*, octubre 2004, pp. 579-617. (disponible en: [https://www.jstor.org/stable/4144886?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/4144886?seq=1#metadata_info_tab_contents)).

<sup>17</sup> *vid.* a título ejemplificativo, Brandeis, L. “Other People’s Money and How the Bankers Use It”, *F.A. Stokes*, marzo 1914, Estados Unidos; Lippmann, W., “Drift and Mastery”, 1914, Estados Unidos; Veblen, T., “The Theory of Business Enterprise”, 1904, Estados Unidos; Veblen, T., “Absentee Ownership and Business Enterprise in recent times: The Case of America”, 1923, Estados Unidos.

<sup>18</sup> Wells, H., “The Birth of Corporate Governance”, *Seattle University Law Review*, 2010, Vol. 33, No. 4, p. 1247 (disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1581478>).

en el público en general”. No obstante, el objetivo corporativo predominante continuó siendo, en ese momento, el de la maximización del valor para los accionistas.<sup>19</sup>

### 2.2.3. Avance del gobierno corporativo en los Estados Unidos.

El gobierno corporativo dio un salto cualitativo en los Estados Unidos con la creación en el año 1974 de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), convirtiéndose en la primera agencia federal encargada de la supervisión y regulación del mercado de valores americano<sup>20</sup>. Así, el término “*corporate governance*”, fue por primera vez utilizado en su *Annual Report*<sup>21</sup> de 1977, documento en el que la SEC, como respuesta supervisora a determinadas crisis empresariales, daba cuenta de las actuaciones anuales llevadas a cabo en materia de gobierno corporativo.

Algunos de los casos de corrupción corporativa de la década de 1970 en Estados Unidos fueron denunciados por el senador Howard Metzenbaum<sup>22</sup>, quien sostuvo que la pasividad de los administradores, el falseamiento de los registros corporativos de numerosas compañías y la corrupción en el seno de los consejos de administración (incluso a través de contribuciones ilegales a favor de campañas electorales), requerían de una respuesta legislativa que mejorara el gobierno de las sociedades. Precisamente, fue él quien en 1980 presentó la *Protection of Shareholders’ Rights Act*, que aunque fracasó en su tramitación, dio lugar a que la SEC, en colaboración con la Bolsa de Nueva York, estableciera nuevas exigencias de gobierno corporativo para las sociedades cotizadas<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> O’ Sullivan, M., “Corporate governance and Globalization”, *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, julio 2000, vol. 570, p. 154. (disponible en: <file:///C:/Users/eduhm/Downloads/annals2000.pdf>).

<sup>20</sup> Como se verá más adelante, las agencias reguladoras y supervisoras de los mercados de valores tendrán un papel fundamental en la elaboración de las recomendaciones de buen gobierno.

<sup>21</sup> Securities and Exchange Commission (SEC), 43<sup>rd</sup> Annual Report of the SEC, 1977, Estados Unidos, pp. 34-35. (disponible en: [https://www.sec.gov/about/annual\\_report/1977.pdf](https://www.sec.gov/about/annual_report/1977.pdf)).

<sup>22</sup> Metzenbaum, H.M., “Legislative Approaches to Corporate Governance”, *Notre Dame Law Review*, 1981, vol. 56, issue 5, art. 12, pp. 927-928. (disponible en: <https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2527&context=ndlr>).

<sup>23</sup> Cheffins, B.R., “The History of Corporate Governance”, *ECCI Working Paper Series in Law*, enero 2012, Working Paper 184/2021, *op. cit.*, p. 2.

En la misma década, numerosas organizaciones comenzaron a posicionarse en el campo del buen gobierno corporativo. La *American Bar Association*, publicó en 1976 su primera *Corporate Director's Guidebook*, y la *Business Roundtable*<sup>24</sup>, dos años más tarde, publicó *The Role and Composition of Directors of the Large Publicly Owned Corporation*<sup>25</sup>. Ambas, incidieron en la necesidad de conformar consejos de administración con una mayoría de consejeros independientes.

La victoria de Ronald Reagan en 1981, junto con su firme posición desreguladora, supuso un revés para los defensores de la regulación del gobierno corporativo. No obstante el *American Law Institute* (ALI) intentó dar algunos pasos, como la propuesta legislativa de reforma del gobierno corporativo, la *Tentative Draft No. 1*, que, sin embargo, fue rechazada por prácticamente todos los actores del mercado<sup>26</sup>.

Finalmente, el ALI se limitó a la publicación en 1994 de un documento de recomendaciones, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, en el que se recogieron una serie de principios de buen gobierno corporativo centrados en las responsabilidades de los distintos actores en el gobierno de las sociedades<sup>27</sup>. La aportación de dicha publicación fue, sin embargo, limitada, pues muchos de dichos principios ya se contenían en la legislación americana del momento.

#### 2.2.4. Internacionalización del gobierno corporativo.

En la década de 1990 tuvo lugar un importante avance en materia de gobierno corporativo, principalmente en Estados Unidos, Europa y en algunos países asiáticos. Este avance se debió, en buena medida, a las exigencias y posicionamientos de los inversores institucionales (como, por ejemplo, y con especial relevancia en aquellos años, el

---

<sup>24</sup> La *Business Roundtable* es una organización privada que reúne a los presidentes ejecutivos de las 181 sociedades más grandes de los Estados Unidos y es una firme defensora del modelo del *shareholders' value*.

<sup>25</sup> Business Roundtable, "The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation", *The Business Lawyer*, July 1978, Vol. 33, No. 4, pp. 2083-2113. (disponible en: [https://www.jstor.org/stable/pdf/40685901.pdf?refreqid=excelsior%3Aa1c1f533557062e0237d1c3b862ac1cd&ab\\_segments=&origin=](https://www.jstor.org/stable/pdf/40685901.pdf?refreqid=excelsior%3Aa1c1f533557062e0237d1c3b862ac1cd&ab_segments=&origin=)).

<sup>26</sup> Cheffins, B.R., "The History of Corporate Governance", *ECGI Working Paper Series in Law*, enero 2012, Working Paper 184/2021, *op. cit.*, pp. 7-14.

<sup>27</sup> Knowles, M.F. y Flannery, C., "The ALI Principles of Corporate Governance Compared with Georgia Law", *Mercer Law Review*, diciembre 1995, Vol. 47, No 1, Art 2, p. 5. (disponible en: [https://digitalcommons.law.mercer.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1398&context=jour\\_mlr](https://digitalcommons.law.mercer.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1398&context=jour_mlr)).

*California Public Employees' Retirement System*) que orientaron sus inversiones hacia aquellas compañías que destacaban por sus políticas de buen gobierno. También, se posicionaron en este campo los primeros *proxy advisors*, como el *Institutional Shareholder Services*. Todos ellos mostraron su especial preocupación por aspectos como la estructura de los consejos de administración, la remuneración de los consejeros y la posición, los derechos y la protección de los accionistas<sup>28</sup>.

A partir de este momento, el gobierno corporativo se consolidó no solo en Estados Unidos, sino también en Europa, donde, en paralelo al Derecho de Sociedades normativo, se publicaron las primeras recomendaciones de gobierno corporativo entre las que fue el más relevante el británico Informe Cadbury. Este documento, como luego se comenta, sirvió de referencia para la publicación de recomendaciones de buen gobierno en todo el mundo.

#### 2.2.5. La regulación del gobierno corporativo en EEUU: Sarbanes-Oxley Act.

En Estados Unidos se produjeron a principios del siglo XXI una serie de escándalos corporativos, como los casos Enron o WorldCom, en los que el fraude contable y la asimetría entre la información financiera que se hacía pública y la situación real de las compañías motivaron, primero, su quiebra, y luego, la de la auditora Andersen. Estos hechos, de especial gravedad, exigieron una respuesta institucional que hiciera frente a la falta de confianza de los inversores y a la crisis de los mercados. La reacción fue la aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) en 2002.

La SOX implicó un cambio en la forma en la que el gobierno corporativo era regulado en Estados Unidos, pasando a un sistema dominado por las normas legales o *hard law*<sup>29</sup><sup>30</sup>. Las principales modificaciones introducidas en el gobierno de las sociedades cotizadas

---

<sup>28</sup> Cheffins, B.R., "The History of Corporate Governance", *ECGI Working Paper Series in Law*, enero 2012, Working Paper 184/2021, *op. cit.*, pp. 12-14.

<sup>29</sup> Signes de Mesa, J.A., "La Ley Sarbanes-Oxley y las sociedades cotizadas de menor tamaño: ¿Sirve un mismo modelo para todos los tipos de sociedades?", *Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Derecho*, septiembre 2007, pp. 5-6. (disponible en: [https://eprints.ucm.es/id/eprint/6401/1/SARBANES-OXLEY\\_ACT1.pdf](https://eprints.ucm.es/id/eprint/6401/1/SARBANES-OXLEY_ACT1.pdf)).

<sup>30</sup> Lawrence, E. Mitchell., "The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance", *Villanova Law Review*, 2003, vol. 48, art. 8, p. 1189. (disponible en: <https://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1344&context=vlr>).

por la SOX se centraron fundamentalmente en los ámbitos que a continuación se describen sucintamente<sup>31</sup>.

Las modificaciones más relevantes se realizaron en el ámbito de las cuentas anuales, prohibiendo que los auditores de cuentas prestasen determinados servicios a las sociedades que auditaban y obligando al consejero delegado y a los principales directivos a certificar las cuentas anuales.

En relación con el consejo de administración de las sociedades cotizadas, se exigió que estuviera compuesto por una mayoría de consejeros independientes y se adoptaron, también, medidas en materia de transparencia y empoderamiento de la figura del accionista minoritario.

La relevancia de la SOX es doble: por un lado, Estados Unidos inició un camino más intervencionista en el campo del buen gobierno corporativo, pasando de un sistema basado en la transparencia a uno basado en la regulación legal; por otro lado, la relevancia del mercado americano, en el que cotizaban numerosas sociedades europeas, produjo un “efecto arrastre” que se tradujo en que estas sociedades comenzasen a aplicar algunas de las normas de gobierno corporativo incluidas en la SOX y a que, en cada uno de los países, se recogieran esas mismas medidas u otras de alcance similar en recomendaciones de buen gobierno corporativo<sup>32</sup>.

Junto con la aprobación de la SOX, la *New York Stock Exchange* (NYSE) comenzó a publicar unas nuevas normas de buen gobierno, las *NYSE Corporate Governance Rules*, dirigidas a las sociedades que cotizasen en la Bolsa de Nueva York<sup>33</sup>.

La crisis financiera de 2008 dio lugar a un nuevo paquete legislativo: la *Dodd-Frank Act*, que incluyó aspectos de gobierno corporativo como la votación consultiva por la junta de las remuneraciones de los ejecutivos. Esta medida fue importada por diversos países de la Unión Europea (UE), como España.

---

<sup>31</sup> Charles, R., “Corporate Governance Changes in the wake of the Sarbanes-Oxley Act: A morality tale for policymakers too”, *The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, septiembre 2005, p. 5 y ss. (disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=808244](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=808244)).

<sup>32</sup> Garrido, J.M., “El buen gobierno de las sociedades cotizadas: una perspectiva europea”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2007, núm. 1, p. 45.

<sup>33</sup> Franklin, E., “U.S. Corporate Governance: What Went Wrong and Can It Be Fixed?”, *B.I.S. and Federal Reserve Bank of Chicago conference*, 2003, p. 13 (disponible en: <https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/1661/U.S.%20Corporate%20Governance%202010-05.pdf>).

### 3. LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO: CONCEPTO Y ANTECEDENTES HISTÓRICOS.

#### 3.1. Concepto.

Olivencia<sup>34</sup> define las recomendaciones de buen gobierno como “*reglas de conducta no emanadas de normas jurídicas*”, que “*se refieren al ejercicio de facultades de dirección o gestión de una sociedad por sus órganos de gobierno o control o los miembros de éstos (...), no vinculantes, de asunción voluntaria, de forma que solo si las recomendaciones se adoptan por sus destinatarios se convierten en fuentes de obligaciones*”.

La naturaleza voluntaria y autorregulatoria (*soft law*) de las recomendaciones de buen gobierno se ve complementada por el principio de cumplir o explicar, introducido por el Informe Cadbury en Reino Unido y en España por el “*Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*” de 1998 (en adelante, el “**Informe Olivencia**”). En su aplicación, las recomendaciones de buen gobierno no son obligatorias, pues las empresas pueden optar por cumplirlas o justificar por qué no las siguen<sup>35</sup>. Este principio se ha generalizado a la mayoría de los países que cuentan con recomendaciones de buen gobierno publicadas, aunque con diferencias en cuanto a su forma de aplicación.

#### 3.2. Origen de las recomendaciones de buen gobierno en Europa.

##### 3.2.1. Informe Cadbury.

---

<sup>34</sup> Comunicación de D. Manuel Olivencia a la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, “Los llamados códigos de buen gobierno”, 2008.

<sup>35</sup> European Corporate Governance Forum, “Statement on the comply or explain principle”, 22 de febrero de 2006.

En 1991 se publicó el Informe Cadbury, el que es considerado el primer hito<sup>36</sup> en materia de códigos de buen gobierno. La causa principal de su publicación fue la preocupación por determinadas crisis empresariales y por comportamientos en la gestión de importantes sociedades británicas, a las que se les criticó por la falta de controles sobre sus administradores.

El Informe Cadbury fue elaborado conjuntamente por el *Financial Reporting Council* (FRC), la Bolsa de Londres y asociaciones contables. El comité estaba presidido por el entonces CEO de *Cadbury and Cadbury Schweppes*, Sir Adrian Cadbury y compuesto por directivos, especialistas financieros y académicos<sup>37</sup>. Su principal objetivo fue mejorar las funciones de control y de reporte de los consejos de administración y de los auditores, revisar aquellos aspectos de gobierno corporativo relacionados con la información financiera y la contabilidad, y contribuir positivamente al buen gobierno de las sociedades en general.

Todo ello se pretendía llevar cabo a través de un *Code of Best Practice* en el que se incluyeron una serie de recomendaciones de buen gobierno dirigidas a las sociedades cotizadas bajo la obligación de seguir el antes referido principio *comply or explain*. En su aplicación, todas las sociedades cotizadas registradas en el Reino Unido debían declarar si cumplían sus recomendaciones o, en caso contrario, explicar los motivos de su falta de seguimiento.

En cuanto a su contenido, las recomendaciones se centraron fundamentalmente en el consejo de administración, las comisiones del consejo, su composición y sus miembros y la elaboración y transparencia de la información financiera. Entre otros aspectos, se propuso la separación de los cargos de presidente del consejo de administración y consejero delegado, la incorporación de consejeros independientes al consejo de administración, la creación de un comité de auditoría compuesto por al menos 3 consejeros independientes y de un comité de nombramientos y retribuciones compuesto

---

<sup>36</sup> Destacar que el Informe Cadbury no fue el primer código de buen gobierno, pues años antes ya se habían publicado el *Code of Best Practice, Listing Rules* de la Bolsa de Hong Kong en 1989 y en 1991 la Asociación Irlandesa de Inversores publicó el *Statement of Best Practice on the Role and Responsibility of Directors of Publicly Listed Companies*.

<sup>37</sup> Dahya, J., McConnell, J. y Travlos, N., "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *The Journal of Finance*, febrero 2002, vol. 57, núm. 1, pp. 461-483. (disponible en: <https://www.jstor.org/stable/2697846?seq=1>).

por mayoría de consejeros independientes, entre otras recomendaciones.<sup>38</sup> Como se ha señalado, muchas de las recomendaciones del Informe Cadbury sirvieron de inspiración para la elaboración de nuevos códigos de buen gobierno en otros países.

### 3.2.2. Avance en Reino Unido y expansión de las recomendaciones de buen gobierno.

En la década de los 90, y tras la publicación del *Hong Kong Code*, el *Ireland Code* y sobre todo, el Informe Cadbury, se inició una rápida internacionalización de las recomendaciones de buen gobierno.

En el caso del Reino Unido, al Informe Cadbury le siguieron, el Informe Greenbury (1995) y el Informe Hampel (1998). El primero, incluyó recomendaciones en el ámbito de las remuneraciones de los consejeros y en el segundo, se concretaron y estructuraron las recomendaciones de los Informes Cadbury y Greenbury. Finalmente, en el año 2000, se publicó el *Combined Code*, elaborado por el *Committee on Corporate Governance* (el mismo comité que había elaborado el Informe Hampel) a petición del *Financial Services Authority*. El *Combined Code*<sup>39</sup> no era un código “nuevo”, sino que fue una consolidación del trabajo llevado a cabo por los dos comités anteriores (Cadbury y Greenbury) y el entonces vigente (Hampel).

En el caso de la Unión Europea, se publicaron en aquellos años, entre otros, el Informe Olivencia (1998), los Informes Vienot I y II (en 1995 y 1999, respectivamente) en Francia, el Informe Cardon en Bélgica (1998), las *Recommendations on Corporate Governance* en Portugal (1999) o el *Corporate Governance Rules for German Quoted Companies* (2000) en Alemania. Incluso se llegó a plantear la posibilidad de elaborar un código europeo de buen gobierno, aunque finalmente fue una iniciativa rechazada por el Informe Winter (2002) encargado por la Comisión Europea.

---

<sup>38</sup> Shah, N. y Napier, C.J., “The Cadbury Report 1992: Shared Vision and Beyond”, p. 29. (disponible en: <http://www.data.unibg.it/dati/corsi/900002/79548Beyond%20Cadbury%20Report%20Napier%20paper.pdf>).

<sup>39</sup> Stapledon, G.P., “The Hampel Report on Corporate Governance”, *Company and Securities Law Journal*, 1998, pp. 408-413. (disponible en: <http://www.corporategovernors.com/Pdf/hampel.pdf>).

El desarrollo de las normas y recomendaciones sobre gobierno corporativo ha tomado un nuevo impulso con la crisis financiera iniciada en 2008. Como respuesta a la crisis, la primera Cumbre de Líderes del G-20, celebrada en Washington en noviembre de 2008, apuntó, en su declaración final, la dirección a la que deberían dirigirse los mercados financieros y de capitales en los próximos años. En dicha declaración se instó a las instituciones financieras a mejorar la transparencia sobre los riesgos y sus prácticas de gobierno corporativo, en consonancia con lo que deberían constituir unas buenas prácticas internacionales<sup>40</sup>. Este acercamiento del G-20 a las problemáticas del gobierno corporativo acabó cristalizando en la asunción, por los países miembros de dicha organización, de los Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades, en la Cumbre del G-20 de 2015 en Antalya (Turquía)<sup>41</sup>, y en el desarrollo de una normativa extensa y compleja para regular el gobierno de las entidades financieras, tanto en Estados Unidos de América<sup>42</sup> como en Europa<sup>43</sup>.

### 3.2.3. Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades.

Los Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades (1999)<sup>44</sup>, supusieron un importante punto de referencia en la elaboración de códigos de buen gobierno. En su preámbulo se establecía que su finalidad era orientar a los gobiernos, tanto de los países miembros como de los no miembros, en la mejora de los marcos normativos, institucionales y legales en materia de gobierno corporativo. Para ello, les instaba a

---

<sup>40</sup> G-20, “Declaración final de la Cumbre de Líderes del G-20”, celebrada en Washington (EEUU) los días 14 y 15 de noviembre de 2008. (disponible en: [https://www.gutierrez-rubi.es/wp-content/uploads/2009/01/cumbre\\_g\\_20\\_16\\_11\\_2008.pdf](https://www.gutierrez-rubi.es/wp-content/uploads/2009/01/cumbre_g_20_16_11_2008.pdf)).

<sup>41</sup> G-20, “Declaración final de la Cumbre de Líderes del G-20”, celebrada en Antalya (Turquía) los días 15 y 16 de noviembre de 2015. (disponible en: <https://www.consilium.europa.eu/media/23729/g20-antalya-leaders-summit-communicue.pdf>).

<sup>42</sup> Departamento del Tesoro de Estados Unidos, “Financial Regulatory Reform . A new foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation”, 2009. (disponible en: [https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport\\_web.pdf](https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf)).

<sup>43</sup> Wouters, J., Van Kerckhoven, S. y Ordermatt, J., “The EU at the G20 and the G20's Impact on the EU”, *Leuven Centre for Global and Governance Studies*, mayo 2012, working paper, núm. 93. (disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2274778](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2274778)).

<sup>44</sup> OCDE, “Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades”, 1999. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/principles\\_sp.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/principles_sp.pdf)).

proporcionar directivas y recomendaciones de buen gobierno a las bolsas de valores, a los inversores, a las sociedades y a otras partes interesadas.

Desde 1999 estos principios han sido actualizados en 2004, 2009 y 2010, siendo su última revisión la de 2016 bajo el título “*Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*”<sup>45</sup>. Estos principios, dirigidos como antes se ha señalado a los gobiernos, incluyen cuestiones relacionadas con los derechos de los accionistas, con el papel de los inversores institucionales y otros intermediarios, y con las responsabilidades del consejo de administración y de sus miembros.

### **3.3. Marco europeo de recomendaciones de buen gobierno.**

#### *3.3.1. El Informe Winter y las Recomendaciones de la Comisión Europea.*

La Comisión Europea decidió en septiembre de 2001 constituir un grupo de expertos en derecho de sociedades bajo la presidencia del profesor de la Universidad de Amsterdam, Jaap Winter. El objetivo era analizar las principales cuestiones de gobierno corporativo e identificar las prioridades que la Comisión Europea debía considerar al desarrollar un nuevo marco regulador en el ámbito del Derecho de sociedades<sup>46</sup>.

Sus conclusiones fueron publicadas en el segundo Informe Winter<sup>47</sup>, de noviembre de 2002, en el que se propusieron sesenta recomendaciones para la mejora del gobierno corporativo en la UE. En relación con los accionistas, se incidió en la necesidad de que contasen con información suficiente y adecuada para el ejercicio de sus derechos. Respecto del consejo de administración, se abordó la necesidad de contar con consejeros independientes, especialmente en las tres comisiones en las que los consejeros ejecutivos se encontraban en conflicto de interés (es decir, retribuciones, nombramientos y

---

<sup>45</sup> OCDE, “Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20”, 2016. (disponible en: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>).

<sup>46</sup> López, E. y Camacho, M., “Códigos de Gobierno ¿suficientes para afrontar la crisis?”, *Revista de Contabilidad*, noviembre 2011, núm. 237, p. 50.

<sup>47</sup> Winter, J., Garrido, J.M., Hopt, K., Rickford, J., Rossi, G., Schans, H. y Simon, J., “Report of the High-Level Group of Company Law Experts On a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe”, Bruselas, noviembre 2002. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/report\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf)), *op. cit.*

auditoría). En el ámbito de las remuneraciones de los consejeros, se recomendó que la política de remuneraciones fuese discutida en la junta general y aprobada por ella en el caso de que dicha remuneración consistiese en un método basado en la cotización de las acciones (como los “*stock option plan*”). Por último, se descartó la posibilidad de elaborar un código de buen gobierno a nivel de la UE, optándose por recomendar la elaboración de códigos a nivel estatal<sup>48</sup>.

La Comisión Europea hizo suyas parte de las tesis del Informe Winter situando como asunto prioritario de su agenda legislativa la mejora del marco normativo de gobierno corporativo. Las primeras medidas en este campo se llevaron a cabo a través de dos recomendaciones; la Recomendación de 15 de febrero de 2005<sup>49</sup>, relativa a los consejeros no ejecutivos y a las comisiones del consejo de administración, y la Recomendación de 14 de diciembre de 2004<sup>50</sup>, relativa a las remuneraciones de los consejeros. El contenido de ambas recomendaciones es tan completo que se ha defendido que<sup>51</sup> ambas conforman un “*seudocódigo europeo de buen gobierno*”. El propósito de su publicación era que fueran tenidas en cuenta por los distintos Estados de la UE a la hora de aprobar sus normas societarias o a elaborar sus respectivos códigos de buen gobierno.

Hay que destacar que la Recomendación de 15 de febrero de 2005 resulta especialmente importante, pues la Comisión Europea apuesta de forma explícita por la doble vía de: (i) reformas legales; y (ii) la utilización de un marco de recomendaciones de buen gobierno cuyo cumplimiento este sometido al principio de cumplir o explicar (apartado 1.1 de la Recomendación de 15 de febrero de 2005). La evolución ha mostrado que las recomendaciones de buen gobierno no solo son compatibles con las normas legales sino que sirven de “campo de prueba” de cara a su posterior inclusión en el ordenamiento jurídico positivo.

---

<sup>48</sup> Garrido, J.M., “El buen gobierno de las sociedades cotizadas: una perspectiva europea”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2007, núm. 1, *op. cit.*, p. 39.

<sup>49</sup> Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005 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. (DOUE de 25 de febrero de 2005) (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32005H0162&from=SL>).

<sup>50</sup> Recomendación de la Comisión Europea de 14 de diciembre de 2004 relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa. (DOUE de 29 de diciembre de 2004) (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004H0913&from=DE>).

<sup>51</sup> Garrido, J.M., “El buen gobierno de las ...”

### 3.3.2. *Libro Verde la Unión Europea (2011).*

En abril de 2011 la Comisión Europea hizo público un Libro Verde con el objetivo de: analizar la eficacia de las normas en materia de gobierno corporativo implantadas hasta ese momento;<sup>52</sup> y abrir un periodo de consultas de cara a promover nuevas modificaciones legislativas en este campo. El libro abarcaba tres ámbitos principales: el consejo de administración, los accionistas y la claridad de la información reportada conforme al principio de cumplir o explicar.

Respecto del consejo de administración son varias las cuestiones que se plantearon: (i) la conveniencia, o no, de separar las funciones del presidente del consejo de administración y del consejero delegado; (ii) el alcance de la transparencia en materia de remuneraciones; (iii) la intervención de la junta general en la aprobación de la política de remuneraciones y (iv) la política de gestión de riesgos y de información al mercado.

Respecto del papel de los accionistas se plantearon diversas preguntas que giraban en torno a la preocupación existente por su falta de implicación en la gestión de la sociedad y cómo mitigar que tuvieran un horizonte temporal orientado al corto plazo y no a la sostenibilidad de las inversiones a largo plazo. En este contexto, se planteó el debate sobre la necesidad o no de reconocer más derechos a los accionistas minoritarios.

También se incidió en la necesidad de mejorar las explicaciones dadas por las sociedades cotizadas a la hora de justificar el no cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno.

Así, y tras la aprobación del Libro Verde, la Comisión Europea hizo público un Plan de Acción<sup>53</sup> con el objetivo de mejorar el marco normativo societario existente de cara a favorecer una mayor participación de los accionistas. Esto dio lugar, entre otras medidas, a la modificación de la Directiva 2007/36/CE sobre derechos de los accionistas de las

---

<sup>52</sup> Comisión Europea, “Libro Verde: La normativa de gobierno corporativo de la UE”, abril de 2011. (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:ES:PDF>).

<sup>53</sup> Comisión Europea, “Comunicación de la Comisión Europea: Plan de acción en Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo - un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas”, 2012. (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=sv>).

sociedades cotizadas por la aprobación de la Directiva (UE) 2017/828 de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas<sup>54</sup>.

### **3.4. Las recomendaciones de buen gobierno en España.**

#### *3.4.1. Informe Olivencia.*

##### a. Origen y objetivos.

Si bien la literatura ha fijado el Informe Olivencia como el punto de partida de las recomendaciones de buen gobierno en España, ya en el año 1997 el Círculo de Empresarios presentó un documento que contenía 10 recomendaciones de buen gobierno para la mejora del funcionamiento de los consejos de administración. Sin embargo, el Informe Olivencia fue el primero en establecer de forma clara unas recomendaciones completas de buen gobierno que siguieron las referencias del Informe Cadbury y de otros códigos de buen gobierno publicados en Europa.

En efecto, en 1997, el Gobierno, a instancias del Ministerio de Economía y Hacienda, acordó la creación de una “*Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los consejos de Administración de las Sociedades*” (en adelante, la “**Comisión Olivencia**”)<sup>55</sup>, bajo la presidencia del profesor Manuel Olivencia. Tras el precedente del Informe Cadbury, las recomendaciones de buen gobierno habían tomado impulso en otros países europeos y España se encontraba en un momento de expansión y crecimiento económicos, que junto con la privatización de numerosas empresas públicas para hacer frente a los objetivos de Maastricht, dieron lugar al surgimiento de grandes sociedades cotizadas con

---

<sup>54</sup> Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. (DOUE de 20 de mayo de 2017).

<sup>55</sup> La Comisión Olivencia, fue presidida por el abogado, catedrático y economista, D. Manuel Olivencia (1929-2018) y la compusieron representantes del mundo del derecho y de la empresa, nombrados a instancia del Ministerio de Economía (como Cándido Paz-Ares o Pedro Ballvé Lantero), así como un representante de la CNMV.

un capital muy disperso, aumentando el número de accionistas minoritarios<sup>56</sup> necesitados de protección.

El Informe Olivencia fue publicado en febrero de 1998 y sus recomendaciones se centraron fundamentalmente en el consejo de administración. Además, siguió el principio de cumplir o explicar, aunque no especificó bajo qué forma debían hacerse públicos el seguimiento o no de las recomendaciones. El carácter voluntario de las recomendaciones se subrayaba en su preámbulo en el que se recogían expresamente los principios de autonomía que la Ley reconoce a las sociedades anónimas en materia de gobierno corporativo y la facultad de autorregulación del consejo de administración. Su objetivo era dejar claro que las recomendaciones no eran normas de Derecho positivo, sino reglas de origen convencional y negocial, de asunción voluntaria por parte de las sociedades cotizadas<sup>57</sup>.

En el Informe Olivencia se distinguen claramente dos apartados: el informe sobre el consejo de administración y un código de buen gobierno que incluye 23 recomendaciones, entre las que se destacan<sup>58</sup> los grupos que se describen en el apartado siguiente.

#### b. Contenido del Informe Olivencia.

El contenido del Informe Olivencia se centró fundamentalmente en el consejo de administración. Sostuvo la necesidad de incorporar administradores que representaran a la propiedad respecto de los ejecutivos, recomendando que la mayoría de los miembros del consejo de administración tuviesen la consideración de consejeros externos, esto es, consejeros dominicales y/o consejeros independientes (rec.3). Para ello, propuso una primera definición de “consejero independiente”, como aquel: “*cuyo perfil responda a*

---

<sup>56</sup> Vives Ruiz, F., “Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2015, p. 4.

<sup>57</sup> Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los consejos de Administración de las Sociedades, “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, febrero de 1998. (disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>).

<sup>58</sup> Ferruz, L., Marco, I. y Acero, I., “Evolución temporal de los Códigos de Buen Gobierno en España”, *Boletín económico de ICE*, Información Comercial Española, enero 2008, ISSN 0214-8307, núm. . 2948, 2008, pp. 19-28. (disponible en: <https://docplayer.es/355099-Evolucion-temporal-de-los-codigos-de-buen-gobierno-en-espana.html>).

*personas con prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas significativo”.*

En relación con la idoneidad o no de separar los cargos de presidente del consejo y consejero delegado, se limitó a recomendar que se adoptasen todas las cautelas cuando dicha unión de cargos se diese (rec.5).

También abordó la necesidad de que los consejeros pudieran dedicar suficiente tiempo a su cargo y se estableció un límite de edad de 70 años para el ejercicio del cargo de los consejeros ejecutivos (rec.13).

Por último, en cuanto a la organización del consejo, recomendó la constitución de las denominadas “comisiones delegadas de control” y, en concreto, que al menos existieran dos: una con funciones en materia de auditoría y otra encargada del área de nombramientos y retribuciones, en ambos casos compuestas exclusivamente por consejeros externos (rec.8).

- c. Consecuencia: Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Las crisis empresariales internacionales y, especialmente la de Enron y la reacción que supuso la SOX motivaron que el legislador adoptara, a través de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero<sup>59</sup>, una de las propuestas del Informe Olivencia relativa a la creación en todas las sociedades cotizadas de una comisión de auditoría (Disposición Adicional decimoctava a la Ley 24/1988, de 28 de julio, reguladora del Mercado de Valores). Además, estableció que dicha comisión debía estar compuesta por una mayoría de consejeros no ejecutivos nombrados por el consejo de administración y cuyo presidente debía ser uno de los consejeros no ejecutivos, debiendo ser este, además, sustituido cada cuatro años.

---

<sup>59</sup> Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. (BOE núm. 281 de 22 de noviembre de 2002) (disponible en: <https://www.boe.es/buscar/pdf/2002/BOE-A-2002-22807-consolidado.pdf>).

### 3.4.2. Informe Aldama.

#### a. Origen y objetivos.

El “Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas” (en adelante, el “**Informe Aldama**”) del año 2003 se publicó en un contexto de importantes avances en materia de buen gobierno corporativo a nivel internacional y marcado por las crisis empresariales internacionales<sup>60</sup>.

Por esta razón, en 2002, se procedió a la creación de la “Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas” (en adelante, la “**Comisión Aldama**”) <sup>61</sup>. La Comisión Aldama reafirmó el carácter voluntario de las recomendaciones de buen gobierno, pero, simultáneamente, incidió en la necesidad de regular a través de normas imperativas aquellas cuestiones relacionadas con las obligaciones básicas de información y transparencia, los deberes de lealtad y diligencia de los consejeros, el funcionamiento básico del consejo de administración y de la junta de accionistas, y otras cuestiones de gobierno corporativo<sup>62</sup>.

Con estos objetivos, desarrolló distintas recomendaciones dirigidas a las sociedades cotizadas, pero también al legislador, para que fueren tenidas en cuenta en futuras reformas legislativas. Tuvo así, continuidad el precedente de la Ley de Reforma del Sistema Financiero y fue antecedente de una evolución donde, frecuentemente, recomendaciones de gobierno corporativo testadas en la práctica societaria fueron, luego, incorporadas a la ley.

---

<sup>60</sup> Chivite, S. y Rodríguez, C., “Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código Unificado o Código Conthe”, *Dirección y Organización*, febrero 2009, núm. 37. (disponible en: <https://www.revistadyo.es/index.php/dyo/article/download/33/33>).

<sup>61</sup> La Comisión Aldama fue presidida por el empresario e ingeniero, D. Enrique de Aldama y Miñón, y la compusieron representantes del sector privado y un representante de la CNMV.

<sup>62</sup> García, A., “El buen gobierno de las empresas: El Informe Aldama”, *Revista Escritura Pública*. (disponible en: <https://www.notariado.org/portal/documents/176535/606931/El+informe+Aldama.+El+buen+gobierno+d+e+las+empresas.+El+Informe+Aldama+y+el+gobierno+corporativo+%2C+por+Juan+Luis+Iglesias.pdf/cbf422e0-3652-178a-27f7-b1b9c3f9f9e3?t=1571240866296>).

Dado que la información relativa a las recomendaciones del Informe Olivencia que las sociedades cotizadas habían hecho pública (en el periodo 1998-2002) fue considerado insuficiente, en el Informe Aldama se incidió, también, en la necesidad de establecer la obligación legal de que las sociedades cotizadas hicieran público un informe para dar cumplimiento al principio de cumplir o explicar.

El legislador siguió la recomendación de la Comisión Aldama y aprobó la Ley 26/2003<sup>63</sup>, de 17 de julio, en la que se introdujo, entre otras cuestiones a las que me referiré más adelante, la obligación de las sociedades cotizadas de publicar un “*Informe Anual de Gobierno Corporativo*” (IAGC), bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en el que, entre otras informaciones de la estructura de propiedad y gobierno de las sociedades, debían justificar el cumplimiento o no de las recomendaciones de buen gobierno.

- b. Contenido: recomendaciones dirigidas a las sociedades cotizadas y al legislador.

Las recomendaciones del Informe Aldama se centraron, por un lado, en el estatuto del consejero. Así, se recomendó el desarrollo de un listado de situaciones en las que el consejero se encontraría en conflicto de interés (apartado III.2.2). También se enumeraron los deberes de diligencia de los consejeros (apartado III.2.4). Por otro lado, se introdujeron definiciones de los diferentes tipos de consejeros (apartado IV.2.1) y se recomendó la aprobación de un Reglamento de la junta general y otro del consejo de administración (apartados IV.1.3 y apartado IV.8, respectivamente).

En relación con las comisiones del consejo, recomendaba la creación de una comisión de estrategia e inversiones (apartado IV.5.4) y, en relación con las remuneraciones, incidió en la necesidad de mejorar los mecanismos de transparencia y recomendó que las

---

<sup>63</sup> 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. (BOE núm. 171 de 18 de julio de 2003).

retribuciones basadas en acciones fuesen exclusivas de los consejeros ejecutivos (apartado IV.6).

Por último, destacar que también recomendó a las sociedades cotizadas la creación de una página web de cara a mejorar la comunicación con los accionistas (apartado II.2.2.b) y consideró como de “*suma importancia*” que los pactos de socios se hiciesen públicos al mercado (apartado II.2.1).

- c. Consecuencia: Ley 26/2003 de refuerzo de la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

La principal consecuencia en el plano legislativo fue la aprobación de la Ley 26/2003 de refuerzo de la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas<sup>64</sup>, que modificó la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley del Mercado de Valores.

En relación con la Ley del Mercado de Valores se incluyeron, en su Título X, relativo a las sociedades cotizadas, varias de las recomendaciones del Informe Aldama. Entre otras, un nuevo art.112, por el cual se obligaba a hacer públicos aquellos pactos parasociales que afectasen al sentido del voto en la junta general o limitasen la libre transmisibilidad de las acciones, y a elaborar y aprobar un Reglamento de la junta general y otro del consejo de administración (arts.113 y 115, respectivamente). También se incluyeron nuevos deberes para los consejeros, como la obligación de informar en la memoria anual de las operaciones realizadas entre los consejeros y la sociedad, fuera del tráfico normal (art.114.2) y la de disponer de una página web para facilitar la comunicación sociedad-accionistas (art. 117.2).

Las modificaciones introducidas en la Ley de Sociedades Anónimas fueron en la misma dirección, regulando nuevos deberes de lealtad y nuevas responsabilidades para los administradores, en línea con las recomendaciones del Informe Aldama, pero ampliando su aplicación a las sociedades no cotizadas.

---

<sup>64</sup> 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. (BOE núm. 171 de 18 de julio de 2003).

### 3.4.3. Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.

Con el principal objetivo de refundir y actualizar las recomendaciones de buen gobierno emitidas hasta entonces (y, en especial, Olivencia y Aldama), se procedió a la creación de un Grupo Especial de Trabajo coordinado por el presidente de la CNMV, Manuel Conthe, que elaboró y publicó en mayo de 2006, el Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (en adelante, el “**Código Conthe**”). El Código Conthe incluía un total de 58 recomendaciones y 5 definiciones vinculantes, siendo la más relevante entre estas últimas -por novedosa y por haber servido de precedente próximo de la normativa vigente- la concreción y desarrollo de la definición de consejero independiente<sup>65</sup>.

Respecto de las funciones del consejo de administración se explicitó por primera vez que el consejo de administración velase por las relaciones de la empresa con sus *stakeholders* (rec.7). Se recomendó que el consejo de administración estuviese compuesto por al menos un tercio de consejeros independientes (rec.13), con un plazo máximo de 12 años para el ejercicio del cargo (rec.29). También, se hizo referencia, por vez primera, a recomendaciones sobre diversidad de género y se recomendó el acceso de más mujeres a los órganos de administración y que se justificasen aquellos casos en los que el número de consejeras fuese escaso o nulo (rec.15).

Se incluyeron definiciones vinculantes para los términos: alto directivo, participación significativa, consejero ejecutivo, consejero dominical y consejero independiente. El consejero independiente se definió como aquel que “*en atención a sus condiciones personales y profesionales, puede desempeñar sus funciones sin verse condicionado por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos*” y las causas de pérdida de la condición de independiente se desarrollaron.

No obstante, además de refundir las recomendaciones anteriores, el Código Conthe introdujo importantes modificaciones con el objetivo de mejorar la protección de los accionistas, prestando especial atención a los accionistas minoritarios. Así, la recomendación 3 propuso como nueva competencia de la junta general la aprobación de

---

<sup>65</sup> Chivite, S. y Rodríguez, C., “Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código Unificado o Código Conthe”, *Dirección y Organización*, febrero 2009, núm. 37, *op. cit.* p. 18.

aquellas operaciones equivalentes a una modificación estructural de la sociedad que, hasta ese momento, eran legalmente competencias que —a falta previsión estatutaria expresa— correspondían al consejo de administración. Esta última recomendación, junto con otras a las que luego me referiré, fue incorporada al art.161 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) en 2014.

Por último, destacar que este Código Unificado fue parcialmente actualizado en el año 2013 con el objetivo de adaptar o suprimir aquellas recomendaciones afectadas por las novedades legislativas aprobadas desde 2006.

#### 3.4.4. Código de Buen Gobierno de la Sociedades Cotizadas.

Por Acuerdo del Consejo de Ministros se creó en 2013 una “*Comisión de expertos en materia de gobierno corporativo*” (en adelante, la “**Comisión de Expertos**”) liderada por la entonces presidenta de la CNMV, Elvira Rodríguez, con el objetivo general de “*mejorar la eficacia y responsabilidad en la gestión de las sociedades españolas (...)*” y, “*situar los estándares nacionales al más alto nivel de cumplimiento comparado de los criterios y principios internacionales de Buen Gobierno*”<sup>66</sup>.

Dos fueron los objetivos específicos: (i) estudiar la legislación aplicable y proponer al Gobierno reformas legislativas de cara a actualizar la normativa societaria española y adecuarla a los estándares europeos de gobierno corporativo. Tras la presentación del informe<sup>67</sup>, este primer objetivo se tradujo en la aprobación de la Ley 31/2014 para la mejora del gobierno corporativo<sup>68</sup> que supuso la incorporación legal de distintas recomendaciones de buen gobierno, y (ii), asesorar a la CNMV en la modificación del Código Unificado de Buen Gobierno de 2006.

---

<sup>66</sup> 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. (BOE num. 123 de 23 de mayo de 2013).

<sup>67</sup> Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo, “Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 14 de octubre de 2013, Madrid. (disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC\\_EstModif\\_20131014.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC_EstModif_20131014.pdf)).

<sup>68</sup> Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. (BOE núm. 293 de 4 de diciembre de 2014).

El Informe de la Comisión de Expertos centró sus recomendaciones en dos cuestiones clave. Por un lado, fijó una serie de medidas para la mejora de la protección del inversor y el fomento de la participación de los accionistas y, por otro, continuó, como se había hecho en los anteriores, mejorando y actualizando las recomendaciones en lo referente al estatuto de los consejeros y a la organización y funcionamiento del consejo de administración y de la junta general<sup>69</sup>.

En febrero de 2015, tras la presentación en 2013 del Informe de la Comisión de Expertos, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas fue hecho público por la CNMV, y, a diferencia de los anteriores, tuvo un formato diferente (que se ha mantenido en la revisión de 2020): la primera parte del código estaba conformada por una serie de principios que inspiran las recomendaciones que integran la segunda parte.

El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas incluyó un total de 64 recomendaciones sobre aspectos generales, el consejo de administración y la junta general de accionistas.

En cuanto a su contenido, destacar, que algunas de las recomendaciones del Código Conthe no se mantuvieron tras la revisión del año 2015 al haber sido incluidas en la Ley de Sociedades de Capital del año 2014. Lo mismo ocurrió con las definiciones vinculantes que habían sido incorporadas a la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, primero, y a la Ley de Sociedades de Capital, después.

Se incluyeron modificaciones en el ámbito del consejo de administración, de la junta general, de las comisiones, además de la inclusión, por primera vez, de recomendaciones relativas a la responsabilidad social corporativa.

Respecto de la organización y funcionamiento del consejo de administración, se incluyó por primera vez el objetivo de alcanzar un 30% de consejeras para el año 2020 (rec.14) y se fijó en 8 el número mínimo de veces que debía reunirse anualmente el consejo de administración (rec.26). Se ampliaron y detallaron las competencias de la comisión de auditoría (rec.42) y la información que se debía poner a su disposición (rec.44). Por lo

---

<sup>69</sup> Vives Ruiz, F., “Propuesta de reforma legislativa en el estudio de la comisión de expertos en materia de gobierno corporativo (II)”, *Revista el Notario del Siglo XXI*, febrero 2014, núm. 53. (disponible en: <https://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-53/3667-propuesta-de-reforma-legislativa-en-el-estudio-de-la-comision-de-expertos-en-materia-de-gobierno-corporativo-ii>).

que se refiere a la remuneración de los consejeros, se amplió su contenido, dejando para la reforma legal que ya se había producido en el 2014 la regulación de su procedimiento de aprobación y reservando al código las orientaciones sobre su contenido, cuantía y los criterios para su determinación.

En el ámbito de la junta general, con el objetivo de facilitar la comunicación con los accionistas, se avanzó en la información que debía ser puesta a disposición de estos en la página web. Por ello, se recomendó poner a disposición de los accionistas, con antelación suficiente a la celebración de la junta general Ordinaria, una serie de informes relativos a la independencia del auditor, de funcionamiento de la comisión de auditoría y de nombramientos y retribuciones, además del informe de responsabilidad social corporativa (rec.6).

Las recomendaciones concretas relacionadas con la responsabilidad social corporativa se incluyeron en el apartado II.3.4, más concretamente en las recomendaciones 54 y 55.

a. Revisión del año 2020.

El Código de Buen Gobierno de las Sociedades cotizadas de 2015 experimentó su última revisión en junio de 2020, siendo actualmente el resultado de dicha revisión, el vigente. En líneas generales, dicha revisión mantuvo el formato del código de 2015, así como el principio de cumplir o explicar.

Las principales modificaciones se produjeron en tres ámbitos: se ha suprimido el término “*responsabilidad social corporativa*” y se ha sustituido por el de “*sostenibilidad*”; en materia de diversidad de género, se ha incrementado el porcentaje mínimo de consejeras del 30% al 40%, antes de la finalización del año 2022<sup>70</sup>, y se han reforzado las obligaciones de información y análisis por el consejo de administración y sus comisiones de aspectos que pudieran afectar a la reputación de la sociedad. No obstante, su contenido

---

<sup>70</sup> Embid, J.M., “El nuevo código de buen gobierno de las sociedades cotizadas”, *Commenda – Grupo investigador en derecho de sociedades*, agosto 2020. (disponible en: <https://www.commenda.es/rincon-de-commenda/el-nuevo-codigo-de-buen-gobierno-de-las-sociedades-cotizadas/>).

será objeto de estudio más detallado en los próximos apartados a través de un análisis en derecho comparado.

#### **4. ANÁLISIS EN DERECHO COMPARADO DE LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO.**

##### **4.1. Códigos de buen gobierno objeto de análisis.**

###### *4.1.1. Elección de códigos de buen gobierno para este trabajo.*

Con el objetivo de poder tener una visión lo suficientemente amplia de los diferentes modelos de buen gobierno corporativo existentes en el panorama internacional, se han seleccionado una variedad de códigos que presentan ciertas similitudes, pero a la vez ciertas particularidades.

Con la elección de los códigos de buen gobierno corporativo, que se citan a continuación, se ha pretendido extender el estudio a jurisdicciones representativas de diferentes áreas geográficas en que se han desarrollado estas recomendaciones (Europa, Asia y Latinoamérica) y dentro de cada una de ellas, se ha intentado seleccionar países con distinta tradición jurídica y estructura de gobierno. Por esta última razón se ha prescindido, por ejemplo, del análisis de países más próximos a la tradición y a la realidad jurídica española como Italia o Portugal.

Por lo que se refiere a Estados Unidos de América, aunque se hacen distintas referencias en este trabajo a su evolución, es una jurisdicción en la que el peso del *hard law* es mucho más acusado que el del *soft law*<sup>71</sup> (sobre todo tras la aprobación de la SOX), de ahí que -salvo alguna mención- no sea objeto de este análisis en derecho comparado.

De esta forma serán objeto de análisis los siguientes códigos:

---

<sup>71</sup> Goergen, M., “Corporate Governance. A global perspective”, *Cengage*, 2018, p. 100.

- (iv) De Europa se ha escogido el Código Alemán, el *UK Corporate Governance Code* de 2018 (en adelante, el “**Código Británico**”), el Código Español, el *Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées* de 2020 (en adelante, el “**Código Francés**”) y el *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* de 2014 (en adelante, el “**Código Suizo**”).
- (v) De Asia y Oceanía, se ha escogido el *Japan’s Corporate Governance Code* de 2021 (en adelante, el “**Código Japonés**”) y el *Corporate Governance Principles and Recommendations* australiano de 2019 (en adelante, el “**Código Australiano**”).
- (vi) De la región sudamericana he escogido el *Brazilian Corporate Governance Code* de 2018 (en adelante, el “**Código Brasileño**”).

Por último, destacar que se harán menciones a la SOX y a las normas de gobierno corporativo de la NYSE (en adelante, las “**Recomendaciones NYSE**”), por su relevancia como modelo internacional de gobierno corporativo.

#### 4.1.2. Una cuestión previa: la estructura de gobierno corporativo de los países objeto de estudio.

En la organización de la administración de las sociedades, se pueden distinguir dos modelos: un modelo monista o “*one-tier board*”, en el que las funciones de supervisión y gestión coinciden en un único órgano de administración que suele revestir la forma de consejo de administración y un modelo dualista o “*two-tier board*”, en el que las funciones de supervisión son ejercidas por un órgano especial denominado consejo de supervisión (dependiente de la junta de accionistas) y las funciones de gestión, por otro órgano denominado consejo de dirección.<sup>72</sup>

El modelo dualista es el típicamente empleado por las sociedades alemanas, donde se distingue entre consejo de supervisión (*Aufsichtsrat*) y consejo de dirección (*Vorstand*). El modelo monista es el preeminente en el resto de los países cuyos códigos de buen

---

<sup>72</sup> Bolck, D. y Gerstner, A., “One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany”, *Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*, 2016. (disponible en: [https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=fisch\\_2016](https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=fisch_2016)).

gobierno son objeto de este estudio, con las siguientes excepciones: a) en Francia se admite que las sociedades opten por un modelo monista o dualista; b) en Suiza se sigue un modelo “híbrido”, pues, junto con el consejo de administración, existe el consejo ejecutivo encargado de la gestión social; c) en otros países, como España, el modelo dualista se permite, como opción, en la Sociedad Anónima Europea.

Una tercera vía es la de las sociedades cotizadas japonesas<sup>73</sup> en las que se permiten tres opciones: seguir un modelo monista, seguir un modelo dualista o seguir un modelo en el que coexisten un consejo de administración y un consejo *Kansayaku*, este último con funciones en materia de auditoría y de fiscalización de la labor desarrollada por los consejeros<sup>74</sup>.

Lógicamente, la estructura de administración afecta al alcance y al ámbito de las recomendaciones de buen gobierno.

## **4.2. Entidades emisoras, estructura y revisión de los códigos de buen gobierno.**

### *4.2.1. Entidades emisoras de las recomendaciones de buen gobierno.*

A la hora de llevar a cabo un análisis en derecho comparado de las recomendaciones de buen gobierno es fundamental determinar las características del órgano o institución que emite las recomendaciones. Del análisis de los códigos objeto de este trabajo, cabe distinguir<sup>75</sup>:

- a. Entidades supervisoras del mercado de valores.

---

<sup>73</sup> Martín-Martínez, V., “Tendencias actuales de gobierno corporativo: Comparativa de los consejos de administración de Alemania, EE.UU., Japón y España”, *Revista Universitaria Europea*, núm. 24, enero-junio 2016, p. 106.

<sup>74</sup> Ryujiro, M., “The Coming Kansayaku’s Fightback”, septiembre 2021. (disponible en: [https://www.arx.cfa/-/media/regional/arx/post-pdf/2021/09/10/the-coming-kansayakus-fightback.ashx?sc\\_lang=en&hash=250914A73605BA125A321A4EA459FEED](https://www.arx.cfa/-/media/regional/arx/post-pdf/2021/09/10/the-coming-kansayakus-fightback.ashx?sc_lang=en&hash=250914A73605BA125A321A4EA459FEED)).

<sup>75</sup> López, F.J. y Pereira, M.L., “Análisis internacional de los códigos de buen gobierno”, *Universia Business Review-Actualidad económica*, 2006, *op. cit.*, p. 14.

En España, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (revisado por última vez en 2020) ha sido elaborado y emitido por la CNMV, que según su propia página web es “*el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos*”<sup>76</sup>.

Es importante destacar que, la elaboración de los diferentes códigos de buen gobierno en España ha ido generalmente precedida de la cooperación entre un “comité de expertos” y la CNMV (excepto en las revisiones parciales de 2013 y 2020), aunque con diferente intensidad en cada uno de ellos. En los Informes Olivencia y Aldama, las encargadas de elaborar las recomendaciones de buen gobierno fueron sendas comisiones constituidas a instancias del gobierno y conformadas, únicamente, por representantes del sector privado. En estas comisiones la función de la CNMV era de carácter auxiliar. Fue a partir del año 2006, cuando con el Código Conthe, la comisión encargada de elaborarlo pasó a estar compuesta por representantes del sector público y privado. A partir de aquí, la intervención de la CNMV adquirió un papel protagonista, pues será esta la encargada (a través de su presidente ) de dirigir los trabajos de la comisión de expertos. Este fue el caso tanto de la comisión que elaboró el Código Conthe, como de la Comisión de Expertos del año 2013.

#### b. Comisiones gubernamentales.

El Código Alemán (revisado por última vez en 2020) ha sido elaborado por una comisión creada a instancias del Ministerio Federal de Justicia, la *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*. En dicha comisión participaron directivos y miembros de los órganos supervisores de las principales sociedades cotizadas del país, *stakeholders*, representantes de los sindicatos, economistas y juristas<sup>77</sup>.

---

<sup>76</sup> Las funciones de la CNMV, así como su ámbito competencial, viene regulado en el Título II del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. (BOE núm. 255 de 24 de octubre).

<sup>77</sup> Página web oficial del *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*. (disponible en: <https://www.dcgk.de/en/commission.html>).

c. Asociaciones o entidades privadas/independientes.

Los códigos elaborados por asociaciones o entidades privadas/independientes son los del Reino Unido, Suiza, Brasil y Francia.

En Reino Unido el FRC ha sido el encargado de elaborar y publicar las recomendaciones de buen gobierno desde el Informe Hampel de 1998 al Código Británico de 2018. Se trata de una asociación privada e independiente del gobierno compuesta por representantes del mundo empresarial y del sector público, contables, economistas y juristas. Previamente, el Informe Greenbury fue elaborado por un comité de expertos compuesto únicamente por representantes del sector privado (directivos, abogados, economistas, académicos), bajo el patrocinio de la *Confederation of British Industry*<sup>78</sup>.

El caso de Suiza es similar, pues sus recomendaciones de buen gobierno, cristalizadas en el Código Suizo de 2014 (revisado por última vez en 2016), han sido emitidas por el sindicato empresarial suizo *Economiesuisse*<sup>79</sup>.

En Brasil, su Código Brasileño (revisado por última vez en 2018) ha sido elaborado por el *Interagents Working Group*, coordinado por el *O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*, asociación privada encargada del estudio del gobierno corporativo.

En Francia el Código de Comercio deja libertad a las sociedades cotizadas para que escojan el código que emplearan en la elaboración del informe corporativo correspondiente. Ahora bien, prácticamente todas las grandes sociedades cotizadas siguen las recomendaciones de dos asociaciones de empresarios independientes. Se trata de la *Association française des entreprises privées* (AFEP) y el *Mouvement des Entreprises de France* (MEDEF), quienes conjuntamente emitieron el Código Francés (revisado por última vez en 2020). Estas asociaciones reúnen entre sus miembros a las principales compañías francesas y tienen como objetivo participar en el debate público y en la toma de decisiones que afectan al mundo empresarial. Destacar que las sociedades cotizadas

---

<sup>78</sup> Pletz, S. and Upson, J., “The normative evolution of corporate governance in the UK : an empirical analysis (1995-2014)”, *Corporate Governance*, 2019, 19 (5). pp. 1015-1041. ISSN 1472-0701. (disponible en: [https://eprints.whiterose.ac.uk/143115/1/PDF\\_Proof%20%281%29.PDF](https://eprints.whiterose.ac.uk/143115/1/PDF_Proof%20%281%29.PDF)).

<sup>79</sup> Página web oficial de *Economiesuisse*. (disponible en: <https://www.economiesuisse.ch/en>).

de menor tamaño emplean, mayoritariamente, el *MiddleNext Code*, aunque a efectos de este trabajo estudiaremos el de AFEP-MEDEF, por ser el más utilizado entre las grandes sociedades cotizadas.

d. Bolsas de valores.

Los códigos elaborados por una bolsa de valores han sido los de Japón y Australia. Así, en el caso de Japón, las recomendaciones son emitidas directamente por la bolsa de valores de Tokio, la *Tōkyō Shōken Torihikijo* o *Tokio Stock Exchange* (TSE)<sup>80</sup>. El caso de Australia es similar, pues el *Corporate Governance Council*, perteneciente a la *Australian Securities Exchange* (ASX), es el encargado de emitir las recomendaciones incluidas en el Código Australiano (revisado por última vez en 2019).

4.2.2. Estructura de los códigos.

Podemos concluir que la mayoría de los códigos siguen la estructura mixta de principios y recomendaciones. Es decir, tras enumerar una serie de principios, estos se desarrollan o concretan en varias recomendaciones, que suelen ser objeto de explicación detallada mediante comentarios. Este es el caso de los códigos de España, Australia, Japón (aunque en este caso se habla de diferentes niveles de principios: generales, específicos y suplementarios), Reino Unido, Suiza, Alemania y Brasil. El único código en el que se prescinde de la inclusión de principios “generales”, es el de Francia.

No obstante, aunque la mayoría siguen la misma estructura, encontramos una particularidad en los casos de Australia y Alemania. En el caso del Código Australiano, aparte de recomendaciones, encontramos “*suggestions*” que tienen por objetivo orientar a las sociedades, pero sin tener que justificar su cumplimiento o incumplimiento. Esta

---

<sup>80</sup> Página web oficial del *Japan Exchange Group*. (disponible en: <https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/>).

misma estructura es seguida por el Código Alemán, que diferencia “recomendaciones” de “sugerencias”, cuyo no seguimiento no tiene que ser justificado.

Por último, en cuanto al nivel de desarrollo de los códigos, existen diferencias entre aquellos que fijan numerosos principios y recomendaciones y los menos extensos.

Los códigos más extensos -de entre los analizados- son: los de España con 25 principios y 64 recomendaciones, el de Francia con 26 áreas de estudio, cada una de las cuales incluye varias recomendaciones, el de Reino Unido con 17 principios y 41 recomendaciones, el suizo con 38 principios (cada uno de los cuales incluye entre 2-4 recomendaciones), el alemán con alrededor de 60 recomendaciones y el brasileño con 54 recomendaciones. Por el contrario, el de Australia, que únicamente fija 8 principios y 37 recomendaciones, y el japonés que solo fija 5 principios generales, son los menos detallados.

#### *4.2.3. Revisión de los códigos de buen gobierno.*

Los códigos de buen gobierno son sometidos a revisión con una periodicidad que varía en función del país estudiado y que no está determinada preceptivamente. En general, son sometidos a revisión cada dos o tres años. Este es el caso del Código Australiano (revisado en 2003, 2007, 2014 y 2019), Código Francés (revisado en 2013, 2016, 2018 y 2020), Código Japonés (revisado en 2015, 2018 y 2021), Código Brasileño (revisado en 2002, 2004, 2009, 2015 y 2018) y Código Británico (revisado en 2012, 2014, 2016, 2018).

El único código sometido a revisiones anuales es el Código Alemán, según lo establecido por el Ministerio de Justicia alemán (órgano del que depende la comisión encargada de su elaboración). Por último, los códigos que experimentan un menor número de revisiones, esto es, cada cuatro o cinco años, son el Código Español (2006, 2015 y 2020) y el Código Suizo (revisado en 2008, 2014 y 2016).

### **4.3. Implementación del principio de cumplir o explicar.**

Como se explicó con anterioridad, las recomendaciones de buen gobierno siguen un régimen de exigibilidad basado en el principio de cumplir o explicar que fue asumido por la Unión Europea en su Recomendación del 14 de abril de 2014<sup>81</sup>.

Este principio goza de reconocimiento y aceptación internacional en la formulación de los códigos de buen gobierno y es el seguido por la totalidad de los códigos estudiados en este trabajo. Sin embargo, se aprecian diferencias al implementar este principio: tanto en cuanto, a dónde y en qué momento se debe dar cuenta del seguimiento de las recomendaciones, como a si ese documento y la calidad de sus explicaciones deben ser objeto de revisión por una autoridad independiente o supervisora.

Lo que es unánime en todos ellos, es que es el mercado el que debe valorar la calidad del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas consecuencia del seguimiento de las explicaciones trasladadas por las sociedades.

La obligación de hacer público un informe para dar cumplimiento al principio de cumplir o explicar se contiene en una norma con rango de ley en España y Alemania.

En el caso de España, es el art. 540.4.g) de la Ley de Sociedades de Capital el que establece la obligación de las sociedades cotizadas de incluir en su IAGC el “*Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones*”. A la CNMV corresponden las competencias de hacer un seguimiento de las explicaciones dadas, pudiendo incluso corregir aquellos datos erróneos o engañosos que se hayan incluido en el IAGC, según el art. 540 LSC. Con la finalidad de ayudar a las sociedades a mejorar las explicaciones del seguimiento o no de las recomendaciones, la CNMV publicó en 2016 una “*Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»*”<sup>82</sup>.

Algo similar ocurre en Alemania, donde según el art. 161 del *Aktiengesetz*<sup>83</sup> (Ley de Sociedades Anónimas alemana), las sociedades cotizadas deben hacer público un informe

---

<sup>81</sup> 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»). (DOUE de 12 de abril de 2014).

<sup>82</sup> CNMV, “Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»”, 2016. (disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/GuiaCumplirExplicar.pdf>).

<sup>83</sup> Ley de Sociedades Anónimas de Alemania, 1965, (disponible en: [https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/\\_161.html](https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/_161.html)).

anual para dar cumplimiento al principio *comply or explain*, siendo el mercado y el regulador los encargados de valorar las justificaciones dadas.

La obligación de publicar dicho informe también puede proceder de instrucciones dictadas por los organismos reguladores de dichos países. Así, en el Reino Unido, las justificaciones correspondientes deben incluirse en el *Annual financial report* según la *Listing Rule 9.8.6.(6)*<sup>84</sup> de la *Financial Conduct Authority (FCA)*<sup>85</sup>, dirigida a las sociedades cotizadas británicas con la consideración de *Premium Listing*<sup>86</sup>.

Lo mismo ocurre en Brasil, donde la *Comissão de Valores Mobiliários*<sup>87</sup> (CVM) es la encargada de dictar las instrucciones pertinentes para determinar cómo deben las sociedades cotizadas hacer público el *Brazilian Corporate Governance Code Report*, según la Instrucción 586/2017 de la CVM; o en Francia, donde la *Autorité des marchés financiers (AMF)*<sup>88</sup> es la encargada de supervisar la información publicada por las sociedades cotizadas, sobre todo en materia de retribuciones<sup>89</sup>.

En el caso del Código Australiano, la aproximación es algo diferente pues en vez de referirse al principio *comply or explain*, emplea, aunque con un sentido equivalente, la expresión “*if not, why not*”. Así, la *ASX Listing Rule 4.10.3*<sup>90</sup>, establece la obligación de incluir en el informe anual de gobierno corporativo el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno publicadas por la ASX, justificando su incumplimiento, si fuere el caso. El caso de Japón es similar, pues la TSE obliga a las sociedades cotizadas japonesas a publicar anualmente el *Corporate Governance Report*. Por último, destacar que en el caso de Suiza el principio de cumplir o explicar, también

---

<sup>84</sup> Financial Conduct Authority (FCA), “Financial Conduct Authority Handbook”. (disponible en: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook>).

<sup>85</sup> El *Financial Conduct Authority* es el organismo regulador de los servicios financieros del Reino Unido.

<sup>86</sup> Las sociedades que tienen la condición de *Premium Listed* son aquellas que cumplen las normas más estrictas de regulación y de gobierno corporativo del Reino Unido, por lo que pueden disfrutar de un menor coste de capital gracias a una mayor transparencia y a la creación de confianza entre los inversores.

<sup>87</sup> La *Comissão de Valores Mobiliários* es el organismo encargado de fiscalizar, regular, disciplinar y desarrollar el mercado de valores en Brasil.

<sup>88</sup> La *Autorité des marchés financiers* es una autoridad pública independiente responsable de velar por la protección del ahorro invertido en productos financieros, brindar información adecuada a los inversores y supervisar el funcionamiento ordenado de los mercados.

<sup>89</sup> Martin, D. y Prat, B., “The Corporate Governance Review: France”, *The Law Reviews*, marzo 2021.

<sup>90</sup> ASX Listing Rules, *Australian Securities Exchange*. (disponible en: <https://www2.asx.com.au/about/regulation/rules-guidance-notes-and-waivers/asx-listing-rules-guidance-notes-and-waivers>).

es el empleado para justificar ante el mercado y los accionistas el cumplimiento o no de las recomendaciones de buen gobierno.

#### **4.4. Objetivos de las recomendaciones de buen gobierno.**

Los objetivos últimos de las recomendaciones de buen gobierno son coincidentes entre los códigos estudiados. La mayoría inciden fundamentalmente en tres objetivos:

- (i) Mejorar la confianza de los inversores a través de la transparencia;

Fijan como objetivo la mejora de la transparencia el Código Español, que en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013 por el que se creó la comisión encargada de la revisión del Código Español, estableció como objetivo general alcanzar un alto grado de confianza por parte de inversores nacionales y extranjeros a través de la transparencia. También, el Código Francés, que lo incluye con la finalidad de mejorar la transparencia para responder a las expectativas de los inversores y del público en general. El Código Suizo declara, por su parte, que a través de las recomendaciones se pretende garantizar la transparencia en la información a la que tienen acceso el mercado y los inversores en su conjunto y el Código Australiano, establece que el público objetivo de las recomendaciones de buen gobierno son los inversores.

- (ii) Mejorar el gobierno corporativo de la sociedad;

Establecen, también, como objetivo la mejora del gobierno corporativo, el Código Alemán, que trata de lograr que la empresa sea gestionada en el mejor interés social; el Código Suizo, que pretende establecer un equilibrio entre las funciones de gestión y control dentro de la sociedad; el Código Francés, que se refiere al objetivo de mejorar el funcionamiento y la administración de la sociedad; y, el Código Español, que pretende

mejorar la gobernanza a través de una adecuada división de las funciones, deberes y responsabilidades de los miembros de las empresas<sup>91</sup>.

- (iii) Contribuir a la función social que tiene la sociedad como actor fundamental en la economía.

Por último, se refieren al objetivo de contribuir a la función social de la empresa, el Código Alemán, que fija que la actuación de la empresa debe estar alineada con los principios generales de la economía de libre mercado, esto es, teniendo en cuenta los intereses de los accionistas, de sus trabajadores y de los terceros interesados, dando una elevada importancia a los *stakeholders*; el Código Japonés, que incluye entre sus objetivos fundamentales, alcanzar el éxito y el desarrollo sostenible, no solo de la compañía y de los inversores, sino también de la economía japonesa en su conjunto a través de la actuación individual de cada uno de los actores del mercado. Algo similar ocurre con el Código Brasileño que fija como objetivo fundamental la creación de un clima favorable de gobierno corporativo que genere confianza en los mercados, aumentando así la atracción de capital e inversiones. También, el Código Español, fija como objetivo mejorar la competitividad de las empresas españolas a través de un adecuado funcionamiento de sus órganos de gobierno y administración social.

## **4.5. Órgano de administración.**

### *4.5.1. Funciones del órgano de administración.*

Por lo que se refiere a las funciones del consejo de administración, se suelen definir por referencia al cumplimiento de las leyes, los estatutos sociales y guiado por el “interés

---

<sup>91</sup> 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. (BOE num.123 de 23 de mayo de 2013). (disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2013/05/23/pdfs/BOE-A-2013-5429.pdf>).

social”. Por ejemplo, el Código Francés, señala en su rec.1.1 que “*El consejo de administración (...) actúa en todo momento en beneficio del interés social*”<sup>92</sup> pero no da una definición clara de que entiende por interés social. Si lo hace el Código Español, que entiende el interés social 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*”. No obstante, la definición de interés social es objeto de un interesante debate por parte de la doctrina<sup>93</sup>, cuyo detalle excede el objeto de estudio en este trabajo.

En otros códigos se hace referencia a que la función del consejo de administración es actuar y definir la estrategia de la sociedad. En este sentido, el Código Francés incluye en su rec.1.2. que “*La principal tarea del consejo de administración es definir la orientación estratégica*”<sup>94</sup> y otros completan esa referencia con la determinación de un horizonte temporal: crear valor a medio/largo plazo. Es el caso de los Códigos Brasileño, Francés, Británico<sup>95</sup> o Japonés, que en su rec.4.2.2 dice: “*La principal tarea del consejo de administración es definir la orientación estratégica*”<sup>96</sup>. Del mismo modo, la rec.12 del Código Español define el interés social como “*como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo*”.

Los códigos coinciden en establecer una clara separación entre las funciones de supervisión y las funciones de gestión. Esto se da en los códigos europeos<sup>97</sup> y en otros códigos como el Código Australiano, en su rec.1.1. Ahora bien, es en el Código Alemán, al seguir un modelo *two-tier board*, donde se define de forma más precisa la diferencia de funciones de cada órgano. Por un lado, el principio 1 establece que “*El consejo de dirección es responsable de gestionar la empresa en el mejor interés para esta*”, mientras que el principio 6 dice que “*El consejo de supervisión nombra y aprueba la gestión de los miembros del consejo de dirección; supervisa y asesora al consejo de dirección en la*

---

<sup>92</sup> Traducción al español de la rec.1.1 del Código Francés.

<sup>93</sup> Alfaro, J., “El Interés Social y los Deberes de Lealtad de los Administradores”, *Boletín Oficial del Estado. Universidad Autónoma de Madrid*, 2016. (disponible en: [https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/681245/AFDUAM\\_20\\_10.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/681245/AFDUAM_20_10.pdf?sequence=1&isAllowed=y)).

<sup>94</sup> Traducción al español de la rec.1.2. del Código Francés.

<sup>95</sup> *Vid.*, a título ejemplificativo, rec.21.1.(i) del Código Brasileño, 1.1.2. del Código Francés o rec.1 del Código Británico.

<sup>96</sup> Traducción al español de la rec.4.2.2. del Código Japonés.

<sup>97</sup> Weil, Gotshal and Manges, “Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States”, enero 2002, p. 45.

*gestión de la empresa y debe participar en las decisiones de importancia fundamental para la empresa”<sup>98</sup>.*

Por último, hay que destacar que algunos códigos han adoptado una visión en pro del modelo *stakeholder*, al incluir la necesidad de que la actuación del órgano de administración vaya más allá del interés social y tenga en cuenta otros intereses (sociales, medioambientales, etc.). Algunos ejemplos son, la rec.1.2 del Código Francés, donde se dice que “*Se esfuerza por promover la creación de valor a largo plazo por parte de la empresa teniendo en cuenta los aspectos sociales y medioambientales de sus actividades*”<sup>99</sup>, y la rec.12 del Código Español. No obstante, esta inclusión no es generalizada entre los códigos estudiados y será objeto de estudio específico en el apartado dirigido a la Responsabilidad Social Corporativa (RSC).

#### *4.5.2. Composición del órgano de administración.*

Uno de los aspectos que resulta más recurrente en los códigos de buen gobierno estudiados son las recomendaciones relativas a la composición del órgano de administración. Se estudian y definen las diferentes tipologías de consejeros, la dimensión que debe tener el órgano de administración, la proporción que deben tener de consejeros independientes y la diversidad de género en la composición del consejo.

- a. Tipología de consejeros: definiciones de consejeros independientes y particularidades.

Como se ha expuesto anteriormente, una de las principales novedades del movimiento de gobierno corporativo fue la identificación de distintas clases de consejeros en la composición del consejo de administración.

---

<sup>98</sup> Traducción al español de los principios 1 y 6 del Código Alemán.

<sup>99</sup> Traducción al español de la rec.1.2. del Código Francés.

No se trata, sin embargo, de una norma legal explícita (a diferencia de la norma en países como Italia), sino de una regla legal implícita que deriva de las obligaciones de constitución de una comisión de auditoría y de una comisión de nombramientos y retribuciones, de la que deben formar parte consejeros no ejecutivos y, entre ellos, independientes<sup>100</sup>.

La proporción de las distintas clases de consejeros en el consejo de las sociedades cotizadas es, sin embargo, y lo ha sido tradicionalmente, objeto de las recomendaciones de buen gobierno. Y, de la misma forma la definición de cada tipo de consejeros.

- (i) Composición del consejo de administración. Proporción de cada clase de consejeros.

El apartado 4 de la Recomendación Europea de 15 de febrero de 2005 establece, en relación con el número de administradores independientes, que debe elegirse un número suficiente que permita la adecuada gestión de los conflictos de intereses que se planteen.

La regla general en los códigos de buen gobierno analizados es que, al menos, la mitad de los miembros de sus consejos de administración sean independientes. Es el caso del Código Británico (rec.11), del Código Francés (rec.9.3), del Japonés para las sociedades que cotizan en el *Prime Market* y del Español (rec.17). Como excepción, el Código Brasileño (rec.2.2.1) lo cifra en un tercio de los miembros del consejo, y el Código Australiano se limita a exigir que sean mayoría (rec.2.4).

Los Códigos Francés, Español y Japonés atenúan esta regla cuando la sociedad tiene un accionista de control o que supere el 30% del capital, dependiendo de los casos.

El Código Alemán no fija un criterio similar para el comité de supervisión, salvo en los casos de sociedades con accionista de control (rec.C.9), en cuyo caso, cuando el comité tiene más de seis miembros, se exige un mínimo de dos miembros independientes, y

---

<sup>100</sup> García de Enterría, J., “La composición del consejo de administración: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales, en AAVV, junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada, Tomo II, Aranzadi, 2016, pp. 931-954, p. 936 e Informe de la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo de 2013, p. 936.

cuando tienen menos de seis miembros, el número de independientes exigidos se reduce a un miembro.

Además, se hace referencia explícita, en el Código Español, a que los consejeros ejecutivos que integren el consejo deben ser el menor número posible (rec.15).

- (ii) La definición de los consejeros. Consejeros independientes.

En cuanto a la tipología de consejeros, la mayoría de los códigos distingue entre consejeros ejecutivos y no ejecutivos y, dentro de estos últimos, dan especial relevancia a los consejeros independientes.

El Informe Cadbury, definía al consejero independiente como aquel que no recibía ninguna otra compensación, aparte de la que le correspondía por el ejercicio del cargo de consejero o por la obtención de dividendos; no participaba en la gestión; y, estaba libre de cualquier otra relación con la sociedad que pudiese interferir materialmente en su independencia de criterio.

La sección 301 de la SOX, en similar sentido, considera independientes a aquellos (en relación con los miembros de la comisión de auditoría) que no reciban ninguna otra compensación aparte de la que les corresponda por el ejercicio del cargo, y no estén vinculados con la sociedad o cualquiera de sus filiales.

Finalmente, la Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005 establece en su apartado 13, dos reglas:

- El principio general de que debe considerarse independiente el administrador que no está vinculado con la propia sociedad o su dirección o con su accionista mayoritario.
- La regla de que los Estados miembros deberán establecer un cierto número de criterios para evaluar la independencia de los administradores, teniendo en cuenta las directrices incluidas en el anexo II de la recomendación.

Prácticamente todos los códigos analizados incluyen una definición de consejero independiente. Es el caso, por ejemplo, del Código Alemán (apartado C.7), del Código Británico (rec.10), del Código Australiano (comentarios a la rec.2.3), del Código Francés (rec.9.5), Brasileño (rec.2.2.1.ii) y Suizo (rec.14).

La excepción son los Códigos Japonés (que remite, en lo referente a la definición de consejero independiente, a la normativa sobre el mercado de valores) y del Código Español, en el que la definición de consejero independiente ha sido incluida, como en otros países<sup>101</sup> cuyos códigos no son objeto de estudio en este trabajo, con carácter imperativo en la ley<sup>102</sup>.

La técnica que se sigue en los códigos analizados es la de fijar una serie de causas excluyentes de la condición de independiente.

Es el caso, por ejemplo, en que el consejero haya sido empleado o consejero de la compañía, causa que aparece en todos los códigos (no obstante, difieren en cuanto a la duración del periodo de enfriamiento que va desde los 5 años en España, a los 3 años, en el caso de Reino Unido o Australia, o en Brasil, que no establecen un plazo concreto). Otra causa excluyente que aparece en todos los códigos analizados es que el consejero sea familiar de algún miembro del consejo de administración o de la alta dirección.

Difieren en algunas causas excluyentes, como las relativas a los consejeros que representan a accionistas mayoritarios u ostentan una participación en el capital social. Así, en Reino Unido, es causa de exclusión representar a un accionista significativo, mientras que, en Francia, si el accionista es mayoritario, pero no tiene una posición de control (es inferior al 10%) el consejero que le representa si puede ser considerado independiente. En el caso de España, los consejeros que ostentan participaciones en el capital social pueden tener la consideración de independientes si su participación no es significativa (inferior al 3%). En los códigos de Australia, Alemania y Brasil no hacen referencia a esta causa de exclusión.

También, encontramos alguna particularidad en los códigos Francés (rec.9.6) y Australiano (comentarios a la rec.2.3), que fijan como causa excluyente que el consejero reciba algún tipo de remuneración variable vinculada al rendimiento de la sociedad. Mientras que en España lo relevante no es el tipo de remuneración, sino el concepto en que se recibe, y en el Reino Unido (rec.10) no se refieren a cualquier tipo de remuneración

---

<sup>101</sup> Como es el caso de Portugal, Bélgica o Italia, en la normativa aplicable. Garrido, J.M., “Los consejeros independientes” en AAVV, junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada, Tomo II, Aranzadi, 2016, pp. 955-986, p. 958.

<sup>102</sup> Artículo 529 duodecimos de la LSC.

variable, sino a unos tipos determinados. Destacar que esta causa de exclusión no aparece en los casos de Brasil, Alemania ni Suiza.

(iii) Consejeros dominicales.

Aparte de la figura del consejero independiente, encontramos otros tipos de consejeros en los códigos estudiados. Así, la ley española es la única que regula la figura del “consejero dominical”, es más, esta tipología es una creación del Informe Olivencia, luego seguida por los diferentes códigos de buen gobierno publicados en España<sup>103</sup>. Según el art.529 duodécies LSC, son “*aquellos que posean una participación accionarial igual o superior a la que se considere legalmente como significativa o que hubieran sido designados por su condición de accionistas, aunque su participación accionarial no alcance dicha cuantía, así como quienes representen a accionistas de los anteriormente señalados*”.

(iv) Otras clases de consejeros.

En este mismo sentido, en el caso de Francia, se reconocen el consejero representante de los trabajadores y el consejero representante de los trabajadores-accionistas, y en el Código Japonés, se prevé la figura del consejero *kansayaku* cuando la estructura del consejo no incluye comisiones, al que le encargan funciones de auditoría y supervisión del resto de consejeros.

b. Tamaño del consejo de administración.

La mayoría de los códigos estudiados no fijan un tamaño específico para el órgano de administración. La referencia más común es que su tamaño debe ser el operativamente adecuado, como es el caso del Código Australiano (comentarios a la rec.2.1); o el Código

---

<sup>103</sup> Mateu de Ros, R., “Los consejeros dominicales y el gobierno de la empresa”, *Universia Business Review*, 2007, núm. 16, pp. 10-21. (disponible en: <https://www.redalyc.org/pdf/433/43301601.pdf>).

Suizo, en el que se establece que el tamaño del órgano de administración debe de ser lo suficientemente reducido para permitir la toma eficiente de decisiones y lo suficientemente amplio para que sus miembros puedan aportar su experiencia en los diferentes campos de interés (rec.12).

El caso español es la excepción, pues recomienda que el consejo de administración este compuesto por entre cinco y quince miembros (rec.13) y que el nombramiento de estos se haga previo análisis competencial del candidato plasmado en un informe justificativo de la comisión de nombramientos ratificado en la junta general de accionistas (rec.14).

### c. Diversidad de género.

Actualmente, la diversidad y, dentro de ella, la de género en la composición del órgano de administración, está en centro del debate y como señalan algunos autores, esta cuestión debe formar parte de la estrategia empresarial<sup>104</sup>. A ese fin han contribuido en buena medida los códigos de buen gobierno.

Hay casos en los que se fija un porcentaje mínimo, como es el caso de España donde se recomienda que el número de consejeras sea, al menos, el 40% de los miembros del consejo para finales de 2022 (rec.15); o, de Australia, donde en vez de fijar una cuota de mujeres, recomienda que el número mínimo de consejeros de cada género sea, al menos, el 30%, sin especificar que deban ser mujeres u hombres (rec.1.5).

Otros, se limitan a destacar que se debe promover una política en materia de diversidad de género, pero sin fijar cuotas específicas. Son el caso del Código Brasileño (principio 3.2), el Código Japonés (rec.2.4), Código Británico (principio J) o el Código Suizo (rec.12).

En los casos de Francia y Alemania, a diferencia del resto de códigos estudiados, dichos porcentajes mínimos han sido fijados por ley. En Francia, desde el año 2011, se exige una

---

<sup>104</sup> Martínez, I., Sacristán, M. y Gómez, S., "Diversidad de género en los consejos de administración: El efecto de la normativa en la presencia de mujeres en las empresas españolas cotizadas", *aDResearchESIC*, 2020, núm. 22, vol.22, pp. 60-81. (disponible en: [https://www.researchgate.net/publication/340500096\\_Diversidad\\_de\\_genero\\_en\\_los\\_consejos\\_de\\_administracion\\_El\\_efecto\\_de\\_la\\_normativa\\_en\\_la\\_presencia\\_de\\_mujeres\\_en\\_las\\_empresas\\_espanolas\\_cotizadas/link/5e8da0a592851c2f528883c0/download](https://www.researchgate.net/publication/340500096_Diversidad_de_genero_en_los_consejos_de_administracion_El_efecto_de_la_normativa_en_la_presencia_de_mujeres_en_las_empresas_espanolas_cotizadas/link/5e8da0a592851c2f528883c0/download)).

cuota del 40% de mujeres en los consejos de Administración de las sociedades cotizadas francesas<sup>105</sup>. En Alemania, desde el año 2016, la ley exige una cuota del 30% de mujeres en el consejo de supervisión<sup>106</sup>.

Es probable que, al igual que ocurre en Francia y Alemania, el resto de países incorporen en el futuro estas recomendaciones de “cuotas” a sus respectivas leyes.

#### 4.5.3. Separación del cargo de presidente del consejo de administración y consejero con funciones ejecutivas.

Una de las cuestiones que ha sido ampliamente discutida entre la doctrina ha sido la acumulación o no de las facultades de presidente del consejo de administración con las facultades ejecutivas (propias de un consejero ejecutivo). Generalmente se ha entendido que la acumulación de dichas funciones pone en entredicho la facultad supervisora del consejo de administración respecto de la gestión de la sociedad<sup>107</sup>, pero, por otro lado, la acumulación de cargos puede proporcionar a la compañía un liderazgo claro en el ámbito interno<sup>108</sup>.

Los códigos analizados han respondido de forma diferente al debate sobre si acumular o no en una misma persona las facultades de supervisión y gestión.

Algunos países han optado por no pronunciarse acerca de qué modelo resulta más adecuado. Es el caso de España, donde se deja a las sociedades optar por proceder a la acumulación o no del cargo de presidente del consejo de administración y consejero con funciones ejecutivas. En el principio 16 el Código Español recomienda que de darse dicha acumulación de cargos deben establecerse medidas correctoras. El caso de Francia es

---

<sup>105</sup> Govotsos, K., “Gender Diversity in Corporate Boards in France: An analysis”, *Joseph Wharton Scholars*, 2017. (disponible en: [https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=joseph\\_wharton\\_scholars](https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=joseph_wharton_scholars)).

<sup>106</sup> Palá, R., “La Diversidad de Género en el consejo de administración y en la Ata Dirección de las Sociedades Cotizadas”, *Revista Aragonesa de Administración Pública*, 2021, núm. 56, p. 61. (disponible en: <file:///C:/Users/eduhm/Downloads/Dialnet-LaDiversidadDeGeneroEnElconsejoDeAdministracionYEn-7971152.pdf>).

<sup>107</sup> Cazorla, L., “Presidente ejecutivo y Gobierno Corporativo de Sociedades Cotizadas En España: Una aproximación al estado de la cuestión al hilo del reciente Libro Verde sobre Gobierno Corporativo de la Unión Europea”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, febrero 2012, p. 11. (disponible en: [https://eprints.ucm.es/id/eprint/14588/1/Luis\\_Cazorla.pdf](https://eprints.ucm.es/id/eprint/14588/1/Luis_Cazorla.pdf)).

<sup>108</sup> Comentarios al principio 16 del Código Español.

similar, pues permite la combinación o separación de dichos cargos (rec.1.3), mientras que en Japón optan por no pronunciarse al respecto.

Cuando se permite la unificación de funciones en una única persona, son varios los países que fijan como medida correctora el nombramiento de un “consejero coordinador”. Es el caso de Suiza, que recomienda que se establezcan mecanismos adecuados para controlar el ejercicio unificado del cargo a través del nombramiento de un “*lead director*” al que encargar dicho control (rec.19); o del Reino Unido, que propone el nombramiento de entre los consejeros independientes del “*senior independent director*” (rec.12) con facultades muy similares. También en España -aunque no en el Código Español, sino en el art. 529 septies de la LSC-, se establece la obligación de nombrar un “consejero coordinador”, de entre los consejeros independientes, cuando se de esa unificación de funciones.

Otros países sí que se han decantado por recomendar claramente la separación de cargos en personas diferentes. Es el caso de Australia (rec.2.5), donde se recomienda explícitamente separar los cargos de presidente del consejo y consejero con facultades ejecutivas, pues considera que el buen gobierno corporativo requiere de una apropiada separación entre los encargados de supervisar y los encargados de gestionar la sociedad. En este mismo sentido se pronuncian el Código Brasileño (rec.2.3.1.) y el Código Británico (rec.9).

Por último, en el caso de Alemania no se especifica nada al respecto, pues su propio modelo de gobierno corporativo ya prevé la separación orgánica de las funciones de gestión y supervisión.

#### 4.5.4. Remuneraciones de los miembros del órgano de administración.

Desde prácticamente los inicios del estudio del gobierno corporativo, la cuestión de las remuneraciones de los consejeros ha sido un tema central<sup>109</sup>. Destacar que en España la

---

<sup>109</sup> Main, B. y Johnston, J., “Remuneration Committees and Corporate Governance”, *Accounting and Business Research*, enero 1993. (disponible en: [https://www.researchgate.net/publication/232832258\\_Remuneration\\_Committees\\_and\\_Corporate\\_Governance/link/53e64e750cf2fb74871a0b0c/download](https://www.researchgate.net/publication/232832258_Remuneration_Committees_and_Corporate_Governance/link/53e64e750cf2fb74871a0b0c/download)).

regulación de la política de remuneraciones de las sociedades cotizadas fue objeto de estudio por la Comisión de Expertos, cuyas propuestas fueron introducidas en la Ley 31/2014<sup>110</sup>. Posteriormente, en el ámbito de la UE, se aprobó la Directiva 2017/828 de implicación a largo plazo del accionista<sup>111</sup> con el objetivo de armonizar a nivel comunitario, entre otras, la cuestión de las remuneraciones de las sociedades cotizadas. Ahora bien, dicha directiva no afectó de manera amplia a la normativa española, pues muchas de sus previsiones ya se habían incluido en la reforma de 2014.

En el Informe de la Comisión de Expertos se preveía expresamente que la división de la materia de remuneraciones entre la ley y las recomendaciones de buen gobierno se articulase de acuerdo con los siguientes criterios:

- (i) La regulación del procedimiento para su aprobación debía ser objeto de regulación legal; y
- (ii) la estructura y diseño de la retribución de los consejeros y altos directivos debía formar parte del ámbito de la autorregulación societaria, es decir, de las recomendaciones de buen gobierno.

a. Objetivos de la política de remuneraciones.

Los objetivos de la política de remuneraciones estudiados son bastante similares, así en el caso español se fija como principal objetivo “*atraer y retener a los consejeros*” pero sin comprometer su “*independencia de criterio*” (rec.56). En este mismo sentido se pronuncia el Código Australiano al sostener que la remuneración debe tener como objetivo “*atraer y retener consejeros de alta calidad*”<sup>112</sup> (principio 8) o el Código Británico que fija como objetivo “*apoyar la estrategia y promover el éxito sostenible a largo plazo*”<sup>113</sup> (principio P). También, el Código Alemán fija que la política de

---

<sup>110</sup> Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. (BOE núm. 293 de 4 de diciembre de 2014).

<sup>111</sup> Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. (DOUE de 20 de mayo de 2017).

<sup>112</sup> Traducción al español del principio 8 del Código Australiano.

<sup>113</sup> Traducción al español del principio P del Código Británico.

remuneraciones debe ir orientada al desarrollo sostenible a largo plazo de la compañía (principio 23).

Por último, el Código Japonés -que es el más escueto en materia de remuneraciones- únicamente fija que la política de remuneraciones debe ir destinada a la consecución de los objetivos corporativos a medio/largo plazo (rec.4.2) y que debe determinarse de forma objetiva y transparente (rec.4.2.1).

b. Remuneración de consejeros ejecutivos vs consejeros no ejecutivos.

Todos los códigos coinciden en la idea de que las retribuciones variables deben ir dirigidas a los consejeros con facultades ejecutivas, mientras que la remuneración de los consejeros no ejecutivos debe ser, esencialmente, una retribución fija.

En este sentido se manifiesta el Código Español al establecer que las remuneraciones variables deben aplicarse únicamente a los consejeros ejecutivos y deben vincularse a la creación de valor a largo plazo (rec.57 y rec.58). Además, únicamente prevé la entrega de acciones como instrumento de remuneración a consejeros no ejecutivos cuando estas sean mantenidas por el consejero hasta su cese (rec.57).

El código más detallado en este aspecto es el Código Australiano, pues entiende que la remuneración de consejeros ejecutivos y no ejecutivos debe ser diferente (rec.8.2), pero además, fija de forma detallada como debe establecerse dicha política retributiva. Así, para los consejeros ejecutivos recomienda una remuneración basada en el rendimiento y en la entrega de acciones. Mientras que, por otro lado, para el caso de consejeros no ejecutivos recomienda establecer una remuneración fija y limitar la entrega de acciones como método retributivo.

Esta misma situación se da en el Código Francés respecto de directores ejecutivos (según rec.25.3, se recomienda una remuneración tanto fija como variable), y directores no ejecutivos (según rec.25.2, se recomienda una remuneración únicamente fija). Detalla, además, que criterios deben seguirse para determinar la retribución variable, tanto cuantitativos como cualitativos, (rec.25.3.2) que debe ir dirigida a la creación de valor a largo plazo. Lo mismo ocurre en los Códigos Suizo (rec.35.1 y 35.2) y Alemán (rec.G.1), mientras que el Código Japonés no recomienda nada al respecto.

c. Fomento del largo plazo en la retribución variable.

Destacar que algunos códigos inciden en la importancia de que la retribución variable no esté ligada a resultados cortoplacistas. Algunos ejemplos son el Código Brasileño (rec.2.7.1) o el Código Suizo donde para la determinación de la retribución variable se recomienda la fijación de criterios que sean objetivamente medibles, orientados al largo plazo, pero también que se tengan en cuenta cuestiones de tipo cualitativo (rec.35.3). Todo ello con el objetivo de unir los intereses de los representantes de la compañía con los intereses a largo plazo de los accionistas (rec.35.4). También, el Código Alemán, recomienda que la remuneración variable que se pueda obtener a largo plazo sea superior a la que se pueda obtener en el corto plazo (rec.G.6).

d. Pagos por resolución anticipada.

Los códigos de España, Francia, Australia y Alemania hacen referencia a los pagos a consejeros por resolución anticipada de sus contratos. Así, el Código Español (rec.64), el Código Francés (rec.25.5.1).y el Código Alemán (rec.G.13) recomiendan que los pagos por terminación contractual de los directivos no superen su remuneración anual correspondiente a dos años, incluyendo tanto la remuneración fija como la variable. A diferencia de los anteriores, el Código Australiano recomienda que los consejeros no ejecutivos no tengan la posibilidad de acceder a este tipo de pagos (comentarios a la rec.8.3). Por último, el resto de códigos de buen gobierno no se pronuncian sobre este punto.

e. Informes sobre remuneraciones.

En relación con la inclusión de la información sobre remuneraciones en los informes anuales, el Código Británico incide en su inclusión con el objetivo de dotar de transparencia a la política retributiva de la compañía, describiendo de forma detallada la

remuneración de los consejeros ejecutivos y no ejecutivos (rec.41). El Código Suizo también recomienda incluir en el informe de remuneraciones cuestiones como la remuneración concreta de los consejeros y de los altos directivos, los criterios que se han seguido para la determinación de la retribución variable o el seguimiento de las directrices dadas por la junta general de accionistas en esta materia (rec.38). La no inclusión de una referencia a estos informes en los códigos de buen gobierno correspondientes a estados de la UE se explica porque la Directiva 2017/828 de implicación a largo plazo de los accionistas exige su reconocimiento legal.

#### *4.5.5. Estructura del consejo de administración.*

En prácticamente todos los códigos de buen gobierno estudiados se hace referencia a la organización del consejo de administración. Principalmente, se recomienda que la organización del consejo se haga a través de diversas comisiones, cuya finalidad es la de servir de apoyo al consejo de administración en las diferentes áreas de gestión (auditoría, nombramientos, retribuciones. En Alemania, las comisiones de auditoría y de nombramientos se constituyen como comisiones de apoyo al consejo de supervisión (principio 14).

##### *a. Comisión de auditoría.*

La finalidad de la comisión de auditoría es velar por la calidad de los estados financieros, y los sistemas de control internos y externos relacionados con la información financiera de la sociedad. También, algunos códigos como el Brasileño, afirman que tiene como finalidad asesorar al consejo de administración en la elaboración de la información financiera. En el caso de los países de la UE, la comisión de auditoría ha sido objeto de regulación comunitaria a través de la Directiva 2014/56/UE<sup>114</sup> y el Reglamento núm.

---

<sup>114</sup> Directiva 2014/56/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas. (DOUE núm. 158 de 27 de mayo de 2014).

537/2014<sup>115</sup>, lo que deja un menor campo de actuación a las recomendaciones de buen gobierno. No obstante, sí encontramos en los códigos de buen gobierno referencias a esta que completan, en los países pertenecientes a la UE, la regulación legal.

Muchos de los códigos coinciden en recomendar que la comisión de auditoría esté compuesta por una mayoría de consejeros independientes. Es el caso del Código Brasileño (rec.4.1.1), el Código Británico (rec.24) o el Código Australiano (rec.4.1), aunque estos dos últimos se limitan a determinar que como mínimo esté compuesta por tres independientes. En Francia se recomienda que esté compuesta por consejeros no ejecutivos y, al menos, dos tercios de independientes (rec.16.1).

El caso de Alemania resulta particular por su modelo de gobierno corporativo y su código recomienda que el presidente de la comisión de auditoría sea independiente y no sea a la vez presidente del consejo de supervisión (rec.D.4).

Como se ha señalado al principio, otros países, como el caso de España y demás países miembros de la UE, han incluido en la legislación cuestiones como la composición de la comisión de auditoría o sus principales funciones<sup>116</sup>. No obstante, los códigos de buen gobierno completan esa regulación, en el caso de España, recomendando que sus miembros se designen atendiendo a su conocimiento y experiencia en materia de contabilidad (rec.39) o recomendando que exista una unidad de auditoría interna (rec.40).

#### b. Comisión de nombramientos y retribuciones.

En función del código estudiado esta comisión aparece unificada (comisión de nombramientos y retribuciones) o separada en dos comisiones diferenciadas: una de nombramientos y otra de retribuciones.

El Código Español se refiere a una sola comisión de nombramientos y retribuciones, con la particularidad de que recomienda a las sociedades cotizadas de elevada capitalización

---

<sup>115</sup> Reglamento (UE) n° 537/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre los requisitos específicos para la auditoría legal de las entidades de interés público y por el que se deroga la Decisión 2005/909/CE de la Comisión. (DOUE núm. 158 de 27 de mayo de 2014).

<sup>116</sup> Art.529 quaterdecies de la Ley de Sociedades de Capital

su desdoblamiento en dos comisiones diferenciadas (rec.48). El resto de códigos estudiados separan, con carácter general, ambas funciones en dos comisiones distintas.

Respecto de su composición, como ocurre con la comisión de auditoría, la mayoría coinciden en recomendar que esté compuesta por una mayoría o un número determinado de consejeros independientes. El único código que difiere en lo relativo a su composición, es el Código Británico, al recomendar que la comisión de nombramientos esté compuesta por una mayoría de consejeros independientes (rec.17) y la de remuneraciones por un mínimo de tres consejeros, todos ellos no ejecutivos e independientes (rec.32). El resto, recomiendan que ambas estén compuestas por un mínimo de tres consejeros, la mayoría de ellos independientes. Este es el caso de los códigos de Australia (rec.2.1 y rec.8.1, respectivamente), Francia (rec.17.1 y rec.18.1), Suiza (rec.23, rec.25 y rec.26) y Japón (rec.4.10.1).

Destacar que España es el único país de los estudiados que ha incluido la obligatoriedad de la constitución de la comisión de nombramientos y retribuciones , y su composición en la ley<sup>117</sup>. El Código Español, completa el régimen legal ampliando las funciones de la comisión (rec.50) a otras como, proponer al consejo las condiciones básicas de los contratos de los altos directivos o verificar la información sobre remuneraciones de los consejeros y directivos.

El Código Alemán es el más singular y recomienda que la comisión de nombramientos esté compuesta únicamente por representantes de los accionistas (rec.D.5).

#### **4.6. Accionistas.**

Aunque, como hemos visto, la mayor parte de las recomendaciones de buen gobierno incluyen recomendaciones sobre el órgano de administración, los códigos también dedican una parte a los accionistas y el órgano a través del cual expresan su voluntad, la junta general de accionistas. En este punto, destacar que el Código Japonés es el que dedica un mayor número de recomendaciones a los accionistas.

---

<sup>117</sup> Art.529 quince de la Ley de Sociedades de Capital.

#### *4.6.1. Transparencia.*

Uno de los aspectos a los que dan una mayor importancia es a la transparencia con los accionistas e inversores. Así, el Código Español, en su rec.6, recomienda que se hagan públicos los principales informes que se tratan en la junta general con tiempo suficiente para que los accionistas puedan revisarlos previamente. En este sentido se pronuncia el Código Australiano, en su rec.6.2, cuando recomienda que se facilite la comunicación bilateral entre empresa e inversores. Además, el Código Francés incide en dos cuestiones: primero, que el consejo de administración debe asegurarse de que los accionistas e inversores tienen acceso a la información relevante de la compañía (rec.4.3), y segundo, que se debe garantizar el acceso simultáneo a dicha información (rec.4.2).

#### *4.6.2. Involucración de los accionistas.*

El Código Japonés dedica su última parte a incidir en la involucración de los accionistas, recomendando el nombramiento de un directivo encargado de supervisar y asegurarse de que dicho diálogo constructivo se produce (rec.5.1.2.i.) o, la adopción de medidas que permitan de forma apropiada y efectiva conocer las preocupaciones y puntos de vista del accionariado (rec.5.1.2.iii.). Incluso el Código Británico prevé la posibilidad de que cuando un porcentaje superior al 20% de los accionistas vote en contra de una propuesta de resolución del consejo de administración, este deberá iniciar consultas con los accionistas para conocer los motivos de dicha oposición. Esta misma recomendación se plasma en el Código Japonés donde se recomienda analizar, junto con los accionistas, los motivos que los han llevado a votar en contra de una determinada resolución (rec.1.1.1). Esta forma de participación de los accionistas no se prevé en el Código Español.

#### *4.6.3. Participación del accionista en la junta general.*

El desarrollo y la participación del accionista en la junta general es otra de las cuestiones a las que se dedican varios apartados de los códigos de buen gobierno estudiados. Así, el Código Español recomienda que se faciliten los requisitos y procedimientos para favorecer la participación de los accionistas en la junta general (rec.9). El Código Japonés, recomienda poner a disposición de los accionistas mecanismos de voto electrónico (rec.1.2.4), comunicar con antelación suficiente la fecha de la junta general (rec.1.2.2) y poner a disposición de estos la información necesaria para garantizar una buena toma de decisiones (rec.1.2.1). El Código Australiano, aparte de fomentar la participación en la junta (rec.6.3), recomienda no emplear la mano alzada como sistema de votación (rec.6.4) con el objetivo evitar votaciones irregulares, siendo el único código con esta recomendación.

#### **4.7. Particularidades en el contenido de los códigos estudiados.**

Tras el análisis de aquellas cuestiones que son comúnmente tratadas por prácticamente la mayoría de los códigos, en este apartado se pretenden identificar aquellas recomendaciones que hacen referencia a cuestiones que son tratadas por solo uno o dos códigos.

##### *4.7.1. Sociedades cotizadas gestionadas externamente.*

El Código Australiano es el único de los códigos que incluye un último apartado con el objetivo de ajustar las recomendaciones del código a la realidad de las sociedades cotizadas gestionadas externamente. Como se deduce de su denominación, se trata de sociedades que cotizan en la bolsa australiana, pero cuya gestión social es llevada a cabo por una entidad que está localizada en el extranjero. Según el Código Australiano, los inversores que invierten en este tipo de sociedades lo hacen al confiar en la experiencia y la pericia de las entidades gestoras extranjeras.

En el último apartado del Código Australiano se concretan, por un lado, que recomendaciones de buen gobierno son aplicables a este tipo de sociedades cotizadas y,

por otro lado, que recomendaciones no les son aplicables. En general, no se aplican aquellas recomendaciones relativas a la división de responsabilidades dentro de la sociedad (principio 1) y algunas relativas a las remuneraciones.

También se incorporan dos nuevas recomendaciones. La primera, viene a sustituir a la rec.1.1 y recomienda que se haga público el acuerdo entre la sociedad cotizada y la entidad responsable de la gestión de la sociedad. La segunda, se incluye en el apartado de remuneraciones y recomienda que se hagan públicos los términos y condiciones que rigen la remuneración del entidad gestora.

#### 4.7.2. Responsabilidad Social Corporativa.

La incorporación de la RSC a los códigos de buen gobierno ha sido objeto de un intenso debate entre sus defensores y detractores. Así, en el caso de los códigos de buen gobierno españoles, al principio la RSC no se incluía dentro la definición de “interés social”, pues se entendía que la RSC no se circunscribía a las sociedades cotizadas, sino que era un cuestión de interés público o general.<sup>118</sup> Finalmente, se acabó por incluir en la definición que el Código Español daba al concepto de “interés social”, ampliándose a los *stakeholders* de la sociedad. Incluso se plantea la posibilidad de constituir una comisión especializada en cuestiones de ESG (*Environment, Social and Governance*), en la rec.53. En este punto hay que destacar que las sociedades cotizadas españolas están obligadas, según el art. 253 de la LSC y en desarrollo de la normativa europea, a elaborar un Estado de Información No Financiera<sup>119</sup> en el que se informe acerca del impacto de la actuación empresarial en las cuestiones ESG (*inside-out*) y como dichas cuestiones afectan a la propia empresa (*outside-in*).

---

<sup>118</sup> Lizcano, J.L., “Buen gobierno y responsabilidad social corporativa”, *Partida Doble*, noviembre 2006, núm. 182, pp. 20-35.

<sup>119</sup> La incorporación de la obligatoriedad de presentar este informe a las sociedades cotizadas por tener la consideración de entidades de interés público tiene su origen en la Directiva 95/2014 UE que fue traspuesta a nuestro ordenamiento jurídico a través del del RD 18/2017, de 24 de noviembre, y posteriormente a través de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre que modificó, entre otros, el art. 253 de la LSC. Actualmente la Directiva 95/2014/UE está en proceso reforma y en la propuesta presentada por la Comisión Europea se ha cambiado la denominación de Estado de Información no financiera por Informe de Sostenibilidad.

Algunos de los códigos estudiados también hacen referencia a las cuestiones de RSC, como los códigos de Australia, Japón o Brasil. El Código Australiano (rec.7.4) es el único que recomienda explícitamente la elaboración de un “informe de sostenibilidad” sobre cuestiones medioambientales y sociales, mientras que el Código Japonés, en su principio 2.3, también recomienda a las sociedades adoptar medidas para abordar aquellas cuestiones relacionadas con la sostenibilidad. También, el Código Brasileño trata las cuestiones de sostenibilidad, indicando que de cara a evaluar a los directivos se debe tener en cuenta su rendimiento no financiero (rec.3.3.1.).

#### *4.7.3. Sociedades de capital mixto.*

La elevada participación estatal en las sociedades cotizadas de Latinoamérica<sup>120</sup> explica que el Código Brasileño sea el único que incluye dos recomendaciones específicas para las sociedades de capital mixto. Así, el principio que rige estas recomendaciones es la de guiar la actividad del accionista de control con el objetivo de que su actuación esté alineada con el interés público. Por ello, el Código Brasileño recomienda que los estatutos sociales definan de manera clara y precisa que razones de interés público justificaron la creación de la sociedad de capital mixto (rec.1.8.1) y que el consejo de administración controle la conformidad de las actividades de la sociedad con ese interés público (rec.1.8.2).

#### **4.8. Grado de seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno.**

Dado el carácter voluntario de las recomendaciones de buen gobierno, es fundamental monitorizar el nivel de cumplimiento por parte de sus destinatarios.

---

<sup>120</sup> Kaplan, M., “Intervención del Estado y Empresa Pública en la América Latina Contemporánea: Los Aspectos Políticos e Institucionales”, *Civilização Brasileira*, Río de Janeiro, 1971 (disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/1273657.pdf>).

#### 4.8.1. Grado de seguimiento.

En general podemos decir que el grado de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno es elevado en los países objeto de estudio. En el caso de España, el Informe de la CNMV<sup>121</sup> para el ejercicio de 2020 indica que las sociedades cotizadas siguieron un 83,7% de las recomendaciones del Código Español. Este alto nivel de cumplimiento también se da en Japón donde la Bolsa de Tokio en su informe anual<sup>122</sup> de 2021 declaró que, de las 2.652 compañías cotizadas estudiadas, el 21,6% cumplían la totalidad de los principios del Código Japonés y un 62,5% cumplían alrededor de un 90% de los principios. También, en Alemania, durante el ejercicio de 2017 el grado de cumplimiento era alto pues alrededor del 95% de las recomendaciones de buen gobierno eran seguidas por las compañías cotizadas alemanas (DAX y MDAX)<sup>123</sup>.

#### 4.8.2. Recomendaciones con mayor grado de incumplimiento.

Por otro lado, las recomendaciones relativas a remuneraciones y composición del órgano de administración son las que presentan un mayor grado de incumplimiento. En el caso español el mayor incumplimiento se da en la rec.61, relativa a la remuneración variable de los consejeros ejecutivos, y la rec.15, relativa al porcentaje mínimo de consejeras en el órgano de administración. Lo mismo ocurre en el Reino Unido, donde según el Informe de la FRC de 2021<sup>124</sup>, las recomendaciones menos seguidas son la rec.38, relativa a la remuneración basada en planes de pensiones, o la rec.9, rec.24 y rec.32, relativas a la independencia del presidente del consejo y a la composición de los comités de remuneraciones y auditoría, respectivamente. También ocurre lo mismo en el caso

---

<sup>121</sup> CNMV, “Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2020.

<sup>122</sup> TSE, “TSE-Listed Companies White Paper on Corporate Governance 2021”, *Tokyo Stock Exchange*, 2021.

<sup>123</sup> Strenger, C., “Study of the German Corporate Governance Code Compliance”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, septiembre 2018. (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/09/18/study-of-the-german-corporate-governance-code-compliance/>).

<sup>124</sup> FRC, “Review of Corporate Governance Reporting”, *Financial Reporting Council*, noviembre 2021.

alemán, donde las recomendaciones referidas a los capítulos 4 y 5 (consejo de dirección y consejo de supervisión, respectivamente) son las que presentan un mayor grado de incumplimiento.

Por último, y en relación con el no cumplimiento de las recomendaciones, destacar que, como apunta el FRC del Reino Unido, es importante mejorar las explicaciones ante el no cumplimiento de alguna de las recomendaciones de los códigos, pues según este “*Las empresas deben mejorar su información sobre los incumplimientos siendo más transparentes y dando explicaciones informativas*”. Incluso llegó a publicar una “guía” con el objetivo de mejorar la forma de informar sobre el no cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno<sup>125</sup>.

---

<sup>125</sup> *Vid.*, a título ejemplificativo, el informe del FRC “Improving the quality of ‘comply or explain’ reporting” de febrero de 2021. (disponible en: <https://www.frc.org.uk/getattachment/6a4c93cf-cf93-4b33-89e9-4c42ae36b594/Improving-the-Quality-of-Comply-or-Explain-Reporting.pdf>).

## 5. CONCLUSIONES.

Tras el análisis comparado de las recomendaciones de buen gobierno de los diferentes países objeto de estudio, se han alcanzado las siguientes conclusiones:

- (i) El estudio del gobierno corporativo no se puede entender sin tener en consideración conjuntamente las normas de carácter imperativo o *hard law* y las recomendaciones de buen gobierno o *soft law*. Ambos instrumentos han sido empleados para la mejora del gobierno corporativo, predominando uno u otro en función del contexto económico, político o social, de la tradición jurídica del país y de la materia objeto de regulación.
- (ii) Las recomendaciones de buen gobierno son uno de los instrumentos más útiles que existen para la mejora de las prácticas de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas y, sobre todo, para aquellas que en cada momento resultan más nuevas, más costosas de implantar o de eficacia más cuestionable, porque dotan de flexibilidad a las sociedades a la hora de proceder a su aplicación. También, permiten mejorar la transparencia dentro de las sociedades cotizadas, aumentando la confianza de los inversores en los mercados financieros y permitiendo a las sociedades advertir e identificar las áreas de mejora en materia de gobierno corporativo. Sirven, además, de “campo de prueba” para la mejora del derecho de sociedades.
- (iii) La comparación entre los diferentes códigos de buen gobierno que han sido objeto de estudio nos permite observar un importante grado de convergencia en su contenido, pero también alguna diferencia que es importante destacar.
- (iv) Del análisis comparado de los códigos se puede concluir la coexistencia de distintas entidades encargadas de su elaboración, desde entidades privadas como asociaciones empresariales hasta comisiones de expertos creadas *ad hoc* a instancias de los gobiernos. Desligar la elaboración de los códigos de buen gobierno de entidades gubernamentales puede favorecer el carácter autorregulatorio de las recomendaciones de buen gobierno. Un ejemplo son Suiza o Francia, donde asociaciones empresariales son las encargadas de elaborar dichos códigos de forma que sus destinatarios se convierten en los encargados de elaborar dichas recomendaciones.

- (v) Los códigos de buen gobierno estudiados se revisan con una cierta periodicidad que difiere en función del país estudiado, así mientras algunos son revisados cada dos o tres años, como son los casos de Francia o Japón, otros son revisados cada 5 o más años, como es el caso de España. No es frecuente, aunque es por ejemplo, el caso de Alemania, que dicha revisión periódica esté establecida por la autoridad encargada de su elaboración. En este sentido, puede resultar útil la fijación de una periodicidad de las revisiones, por ejemplo, cada dos años, con el objetivo de mantener los códigos actualizados y que sus destinatarios puedan tener conocimiento de cuándo será sometido a revisión.
- (vi) El principio de cumplir o explicar resulta útil, siempre y cuando las sociedades destinatarias emitan unas explicaciones de calidad. De ahí la importancia de mejorar la forma en la que las empresas trasladan el no seguimiento de algunas recomendaciones al mercado, de forma que sus explicaciones sean lo más claras y precisas posibles. A esta finalidad pueden contribuir las autoridades encargadas de su revisión y corrección a través de: a) guías con mejores explicaciones sobre como reportar el cumplimiento o no de las recomendaciones; b) una supervisión que permita a las sociedades conocer en qué aspectos concretos están fallando o no están suficientemente explicados.
- (vii) Como se ha señalado, podemos afirmar que, en general, existe un alto grado de convergencia entre las recomendaciones de los códigos objeto de estudio. Prácticamente todos ellos siguen un esquema parecido: recomendaciones relativas al órgano de administración (o los órganos, en función del modelo) y recomendaciones dirigidas a los accionistas. El Código Japonés, es posiblemente el más característico, de entre los códigos estudiados, posiblemente debido a su tradición jurídica y empresarial.
- (viii) En este trabajo hemos comentado que algunas de las variaciones de contenido entre códigos, se debían a la regulación legal o no de determinados aspectos y que ambos instrumentos (ley y recomendaciones) eran utilizados simultáneamente para la regulación del gobierno de las sociedades cotizadas. Uno de los aspectos relevantes para su eficiencia es una adecuada coordinación entre ambos. Siguiendo esta línea, sería conveniente que futuros trabajos se ocuparan de analizar de forma integrada la evolución legislativa en materia de gobierno

corporativo y los códigos de buen gobierno, lo que nos permitiría tener un mapa más claro y preciso de la situación en cada país.

## 6. BIBLIOGRAFÍA.

### Legislación.

#### Legislación española

- Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. (BOE núm. 281 de 22 de noviembre de 2002) (disponible en: <https://www.boe.es/buscar/pdf/2002/BOE-A-2002-22807-consolidado.pdf>).
- 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. (BOE núm. 171 de 18 de julio de 2003).
- Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. (BOE núm. 293 de 4 de diciembre de 2014).
- 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. (BOE num.123 de 23 de mayo de 2013). (disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2013/05/23/pdfs/BOE-A-2013-5429.pdf>).
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.(BOE núm. 161 de 3 de julio de 2010) (disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>).

#### Legislación comunitaria

- Directiva 2014/56/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas. (DOUE núm. 158 de 27 de mayo de 2014).
- Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. (DOUE de 20 de mayo de 2017).
- Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005 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. (DOUE de 25 de febrero de 2005) (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32005H0162&from=SL>).
- Recomendación de la Comisión Europea de 14 de diciembre de 2004 relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa. (DOUE de 29 de diciembre de 2004) (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004H0913&from=DE>).
- Recomendación de la Comisión Europea de 9 de abril de 2014 sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial («cumplir o explicar»). (DOUE de 12 de abril de 2014).
- Reglamento (UE) n° 537/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre los requisitos específicos para la auditoría legal de las entidades de interés público y por el que se deroga la Decisión 2005/909/CE de la Comisión. (DOUE núm. 158 de 27 de mayo de 2014).

## Legislación extranjera

- ASX Listing Rules, *Australian Securities Exchange*. (disponible en: <https://www2.asx.com.au/about/regulation/rules-guidance-notes-and-waivers/asx-listing-rules-guidance-notes-and-waivers>).
- Ley de Sociedades Anónimas de Alemania, 1965, (disponible en: [https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/\\_161.html](https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/_161.html)).
- Sarbanes-Oxley Act of 2002 (Public Law 107–204, Approved July 30, 2002, 116 Stat. 745). (disponible en: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1883/pdf/COMPS-1883.pdf>).

### **Doctrina.**

- Alfaro, J., “El Interés Social y los Deberes de Lealtad de los Administradores”, *Boletín Oficial del Estado. Universidad Autónoma de Madrid*, 2016. (disponible en: [https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/681245/AFDUAM\\_20\\_10.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/681245/AFDUAM_20_10.pdf?sequence=1&isAllowed=y)).
- Berle, A. y Means, G., “The Modern Corporation and Private Property”, *Transaction Publishers*, 1932.
- Bolck, D. y Gerstner, A., “One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany”, *Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*, 2016. (disponible en: [https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=fisch\\_2016](https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=fisch_2016)).
- Cabeza, L. y Gómez, S., “Gobierno de las empresas españolas: privatizadas versus no privatizadas”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 2008, vol. 17, núm. 3, pp. 79-92. (disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2725486.pdf>).

- Cazorla, L., “Presidente ejecutivo y Gobierno Corporativo de Sociedades Cotizadas En España: Una aproximación al estado de la cuestión al hilo del reciente Libro Verde sobre Gobierno Corporativo de la Unión Europea”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, febrero 2012, p. 11. (disponible en: [https://eprints.ucm.es/id/eprint/14588/1/Luis\\_Cazorla.pdf](https://eprints.ucm.es/id/eprint/14588/1/Luis_Cazorla.pdf)).
- Charles, R., “Corporate Governance Changes in the wake of the Sarbanes-Oxley Act: A morality tale for policymakers too”, *The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, septiembre 2005, p. 5 y ss. (disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=808244](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=808244)).
- Cheffins, B.R., “The History of Corporate Governance”, *ECGI Working Paper Series in Law*, enero 2012, Working Paper 184/2021, p. 2 (disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1975404](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404)).
- Chivite, S. y Rodríguez, C., “Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código Unificado o Código Conthe”, *Dirección y Organización*, febrero 2009, núm. 37. (disponible en: <https://www.revistadyo.es/index.php/dyo/article/download/33/33>).
- Dahya, J., McConnell, J. y Travlos, N., “The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover”, *The Journal of Finance*, febrero 2002, vol. 57, núm. 1, pp. 461-483. (disponible en: <https://www.jstor.org/stable/2697846?seq=1>).
- Embid, J.M., “El nuevo código de buen gobierno de las sociedades cotizadas”, *Commenda – Grupo investigador en derecho de sociedades*, agosto 2020. (disponible en: <https://www.commenda.es/rincon-de-commenda/el-nuevo-codigo-de-buen-gobierno-de-las-sociedades-cotizadas/>).
- Ferruz, L., Marco, I. y Acero, I., “Evolución temporal de los Códigos de Buen Gobierno en España”, *Boletín económico de ICE*, Información Comercial Española, enero 2008, ISSN 0214-8307, núm. 2948, 2008, pp. 19-28. (disponible

en: <https://docplayer.es/355099-Evolucion-temporal-de-los-codigos-de-buen-gobierno-en-espana.html>).

- Franklin, E., “U.S. Corporate Governance: What Went Wrong and Can It Be Fixed?”, *B.I.S. and Federal Reserve Bank of Chicago conference*, 2003, p. 13 (disponible en: <https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/1661/U.S.%20Corporate%20Governance%2010-05.pdf>).
- García de Enterría, J., “La composición del consejo de administración: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales”, en AAVV, *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Tomo II, *Aranzadi*, 2016, pp. 931-954, p. 936.
- Garrido, J.M.:
  - “El buen gobierno de las sociedades cotizadas: una perspectiva europea”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2007, núm. 1, p. 39.
  - “Los consejeros independientes” en AAVV, *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Tomo II, *Aranzadi*, 2016, pp. 955-986, p. 958.
- Goergen, M., “Corporate Governance. A global perspective”, *Cengage*, 2018, p. 100.
- Govotsos, K., “Gender Diversity in Corporate Boards in France: An analysis”, *Joseph Wharton Scholars*, 2017. (disponible en: [https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=joseph\\_wharton\\_scholars](https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=joseph_wharton_scholars)).

- Graham, J.R., Hazarika, S., y Narasimhan, K., “Corporate Governance, Debt and Investment Policy during the Great Depression”, 2011.
- James, D., “The Modern Corporation and Private Property, by Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C.Means”, *Indiana Law Journal*, 1933, vol. 8, art. 11. (disponible en: <https://www.repository.law.indiana.edu/ilj/vol8/iss8/11>).
- Kaplan, M., “Intervención del Estado y Empresa Publica en la América Latina Contemporánea: Los Aspectos Políticos e Institucionales”, *Civilização Brasileira*, Río de Janeiro, 1971 (disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/1273657.pdf>).
- Knowles, M.F. y Flannery, C., “The ALI Principles of Corporate Governance Compared with Georgia Law”, *Mercer Law Review*, diciembre 1995, Vol. 47, No 1, Art 2, p. 5. (disponible en: [https://digitalcommons.law.mercer.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1398&context=jour\\_mlr](https://digitalcommons.law.mercer.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1398&context=jour_mlr)).
- Konzelmann, S., Wilkinson, F., Fovargue-Davies, M. y Sankey, D., “Governance, regulation and financial market instability: the implications for policy”, *Cambridge Journal of Economics*, 2010, 34, pp. 929-954.
- Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K, Kanda, H., Pargendler, M., Ringe, W. y Rock, E., “The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach”, *Oxford University Press*, Oxford, 2004, p. 63.
- López, E. y Camacho, M., “Códigos de Gobierno ¿suficientes para afrontar la crisis?”, *Revista de Contabilidad*, noviembre 2011, núm. 237, p. 54.
- López, F.J. y Pereira, M.L., “Análisis internacional de los códigos de buen gobierno”, *Universia Business Review-Actualidad económica*, 2006.

- Lizcano, J.L., “Buen gobierno y responsabilidad social corporativa”, *Partida Doble*, noviembre 2006, núm. 182, pp. 20-35.
- Main, B. y Johnston, J., “Remuneration Committees and Corporate Governance”, *Accounting and Business Research*, enero 1993. (disponible en: [https://www.researchgate.net/publication/232832258\\_Remuneration\\_Committees\\_and\\_Corporate\\_Governance/link/53e64e750cf2fb74871a0b0c/download](https://www.researchgate.net/publication/232832258_Remuneration_Committees_and_Corporate_Governance/link/53e64e750cf2fb74871a0b0c/download)).
- Martín-Martínez, V., “Tendencias actuales de gobierno corporativo: Comparativa de los consejos de administración de Alemania, EE.UU., Japón y España”, *Revista Universitaria Europea*, núm. 24, enero-junio 2016, p. 106.
- Martínez, I., Sacristán, M. y Gómez, S., "Diversidad de género en los consejos de administración: El efecto de la normativa en la presencia de mujeres en las empresas españolas cotizadas", *Research ESIC*, 2020, núm. 22, vol.22, pp. 60-81. (disponible en: [https://www.researchgate.net/publication/340500096\\_Diversidad\\_de\\_genero\\_en\\_los\\_consejos\\_de\\_administracion\\_El\\_efecto\\_de\\_la\\_normativa\\_en\\_la\\_presencia\\_de\\_mujeres\\_en\\_las\\_empresas\\_espanolas\\_cotizadas/link/5e8da0a592851c2f528883c0/download](https://www.researchgate.net/publication/340500096_Diversidad_de_genero_en_los_consejos_de_administracion_El_efecto_de_la_normativa_en_la_presencia_de_mujeres_en_las_empresas_espanolas_cotizadas/link/5e8da0a592851c2f528883c0/download)).
- Martin, D. y Prat, B., “The Corporate Governance Review: France”, *The Law Reviews*, marzo 2021.
- Mateu de Ros, R., “Los consejeros dominicales y el gobierno de la empresa”, *Universia Business Review*, 2007, núm. 16, pp. 10-21. (disponible en: <https://www.redalyc.org/pdf/433/43301601.pdf>).
- Metzenbaum, H.M., “Legislative Approaches to Corporate Governance”, *Notre Dame Law Review*, 1981, vol. 56, issue 5, art. 12, pp. 927-928. (disponible en: <https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2527&context=ndlr>).

- Mizruchi, M.S., “Berle and Means Revisited: The Governance and Power of Large U.S. Corporations”, *Theory and Society*, University of Michigan, octubre 2004, pp. 579-617. (disponible en: [https://www.jstor.org/stable/4144886?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/4144886?seq=1#metadata_info_tab_contents)).
- Morck, R.K., “A History of Corporate Governance Around the World”, noviembre 2005, *University of Chicago Press*.
- Orta, M. y Sierra, L., “Análisis comparado de los Códigos de Gobierno Corporativo de España e Inglaterra. Especial referencia a la consideración de la auditoría interna”, pp. 97-98, coord. Escobar-Pérez, B.
- O’ Sullivan, M., “Corporate governance and Globalization”, *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, julio 2000, vol. 570, p. 154. (disponible en: <file:///C:/Users/eduhm/Downloads/annals2000.pdf>).
- Palá, R., “La Diversidad de Género en el consejo de administración y en la Ata Dirección de las Sociedades Cotizadas”, *Revista Aragonesa de Administración Pública*, 2021, núm. 56, p. 61. (disponible en: <file:///C:/Users/eduhm/Downloads/Dialnet-LaDiversidadDeGeneroEnElconsejoDeAdministracionYEn-7971152.pdf>).
- Payet, J.A., “Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de las Minorías”, *THEMIS: Revista de Derecho*, 2003, núm. 46, p. 77. (disponible en: <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9965>).
- Paz-Ares, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *Revista para el Análisis del Derecho*, octubre 2003, Working Paper 162, p. 3. (disponible en: [https://indret.com/wp-content/uploads/2007/05/162\\_es.pdf](https://indret.com/wp-content/uploads/2007/05/162_es.pdf)).

- Pletz, S. and Upson, J., “The normative evolution of corporate governance in the UK : an empirical analysis (1995-2014)”, *Corporate Governance*, 2019, 19 (5). pp. 1015-1041. ISSN 1472-0701. (disponible en: [https://eprints.whiterose.ac.uk/143115/1/PDF\\_Proof%20%281%29.PDF](https://eprints.whiterose.ac.uk/143115/1/PDF_Proof%20%281%29.PDF)).
- Pound, J., “The Promise of the Governed Corporation”, *Harvard Business Review*, marzo-abril 1995. (disponible en: <https://hbr.org/1995/03/the-promise-of-the-governed-corporation>).
- Raposo, M., “Cities in Competition. Finance management challenges: selected papers from the XV Spanish-Portuguese Meeting of Scientific Management”, 2005, pp. 95-110. (disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5146949>).
- Ryujiro, M., “The Coming Kansayaku’s Fightback”, septiembre 2021. (disponible en: [https://www.arx.cfa/-/media/regional/arx/post-pdf/2021/09/10/the-coming-kansayakus-fightback.ashx?sc\\_lang=en&hash=250914A73605BA125A321A4EA459FEED](https://www.arx.cfa/-/media/regional/arx/post-pdf/2021/09/10/the-coming-kansayakus-fightback.ashx?sc_lang=en&hash=250914A73605BA125A321A4EA459FEED)).
- Schwab, K., “Manifiesto de Davos 2020: El propósito universal de las empresas en la Cuarta Revolución Industrial”, Foro de Davos 2020. (disponible en: <https://es.weforum.org/agenda/2019/12/manifiesto-de-davos-2020-el-proposito-universal-de-las-empresas-en-la-cuarta-revolucion-industrial/>).
- Shah, N. y Napier, C.J., “The Cadbury Report 1992: Shared Vision and Beyond”, p. 29. (disponible en: <http://wwwdata.unibg.it/dati/corsi/900002/79548Beyond%20Cadbury%20Report%20Napier%20paper.pdf>).
- Signes de Mesa, J.A., “La Ley Sarbanes-Oxley y las sociedades cotizadas de menor tamaño: ¿Sirve un mismo modelo para todos los tipos de sociedades?”, *Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Derecho*, septiembre 2007, pp.

- 5-6. (disponible en: [https://eprints.ucm.es/id/eprint/6401/1/SARBANES-OXLEY\\_ACT1.pdf](https://eprints.ucm.es/id/eprint/6401/1/SARBANES-OXLEY_ACT1.pdf)).
- Stapledon, G.P., “The Hampel Report on Corporate Governance”, *Company and Securities Law Journal*, 1998, pp. 408-413. (disponible en: <http://www.corporategovernors.com/Pdf/hampel.pdf>).
  - Strenger, C., “Study of the German Corporate Governance Code Compliance”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, septiembre 2018. (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/09/18/study-of-the-german-corporate-governance-code-compliance/>).
  - Vives Ruiz, F.:
    - “Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2015, p. 4.
    - “Propuesta de reforma legislativa en el estudio de la comisión de expertos en materia de gobierno corporativo (II)”, *Revista el Notario del Siglo XXI*, febrero 2014, núm. 53. (disponible en: <https://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-53/3667-propuesta-de-reforma-legislativa-en-el-estudio-de-la-comision-de-expertos-en-materia-de-gobierno-corporativo-ii>).
  - Weil, Gotshal and Manges, “Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States”, enero 2002, p. 45.
  - Wells, H., “The Birth of Corporate Governance”, *Seattle University Law Review*, 2010, Vol. 33, No. 4, p. 1247 (disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1581478>).
  - Winter, J., Garrido, J.M., Hopt, K., Rickford, J., Rossi, G., Schans, H. y Simon, J., “Report of the High-Level Group of Company Law Experts On a Modern

Regulatory Framework for Company Law in Europe”, Bruselas, noviembre 2002. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/report\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf)).

- Wouters, J., Van Kerckhoven, S. y Ordermatt, J., “The EU at the G20 and the G20's Impact on the EU”, *Leuven Centre for Global and Governance Studies*, mayo 2012, working paper, núm. 93. (disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2274778](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2274778)).

## Documentos.

- Bussiness Roundtable, “The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation”, *The Business Lawyer*, July 1978, Vol. 33, No. 4, pp. 2083-2113. (disponible en: [https://www.jstor.org/stable/pdf/40685901.pdf?refreqid=excelsior%3Aa1c1f533557062e0237d1c3b862ac1cd&ab\\_segments=&origin=](https://www.jstor.org/stable/pdf/40685901.pdf?refreqid=excelsior%3Aa1c1f533557062e0237d1c3b862ac1cd&ab_segments=&origin=)).
- Cadbury, A., Butler, I., Charckham J., (...), “Report of the Committee on the Financial Aspects of the Corporate Governance”, diciembre 1992. (disponible en: <https://ecgi.global/code/cadbury-report-financial-aspects-corporate-governance>).
- CNMV, “Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»”, 2016. (disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/GuiaCumplirExplicar.pdf>).
- CNMV, “Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2020.
- Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los consejos de Administración de las Sociedades, “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas”,

*Comisión Nacional del Mercado de Valores*, febrero de 1998. (disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>).

- Comisión Europea, “Libro Verde: La normativa de gobierno corporativo de la UE”, abril de 2011. (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:ES:PDF>).
- Comisión Europea, “Comunicación de la Comisión Europea: Plan de acción en Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo - un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas”, 2012. (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=sv>).
- Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo, “Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 14 de octubre de 2013, Madrid. (disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC\\_EstModif\\_20131014.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC_EstModif_20131014.pdf)).
- Departamento del Tesoro de Estados Unidos, “Financial Regulatory Reform . A new foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation”, 2009. (disponible en: [https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport\\_web.pdf](https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf)).
- European Corporate Governance Forum, “Statement on the comply or explain principle”, 22 de febrero de 2006.
- Financial Reporting Council, “Financial Conduct Authority Handbook”. (disponible en: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook>).

- Financial Reporting Council, “Review of Corporate Governance Reporting”, noviembre 2021.
- Financial Reporting Council, “Improving the quality of ‘comply or explain’ reporting” de febrero de 2021. (disponible en: <https://www.frc.org.uk/getattachment/6a4c93cf-cf93-4b33-89e9-4c42ae36b594/Improving-the-Quality-of-Comply-or-Explain-Reporting.pdf>).
- G-20, “Declaración final de la Cumbre de Líderes del G-20”, celebrada en Washington (EEUU) los días 14 y 15 de noviembre de 2008. (disponible en: [https://www.gutierrez-rubi.es/wp-content/uploads/2009/01/cumbre\\_g\\_20\\_16\\_11\\_2008.pdf](https://www.gutierrez-rubi.es/wp-content/uploads/2009/01/cumbre_g_20_16_11_2008.pdf)).
- G-20, “Declaración final de la Cumbre de Líderes del G-20”, celebrada en Antalya (Turquía) los días 15 y 16 de noviembre de 2015. (disponible en: <https://www.consilium.europa.eu/media/23729/g20-antalya-leaders-summit-communicue.pdf>).
- OCDE, “Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20”, *Éditions OCDE*, 2016, París, p. 9. (disponible en: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>).
- OCDE, “Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades”, 1999. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/principles\\_sp.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/principles_sp.pdf)).
- Securities and Exchange Commission (SEC), “43<sup>rd</sup> Annual Report of the SEC, 1977”, Estados Unidos, pp. 34-35. (disponible en: [https://www.sec.gov/about/annual\\_report/1977.pdf](https://www.sec.gov/about/annual_report/1977.pdf)).
- TSE, “TSE-Listed Companies White Paper on Corporate Governance 2021”, *Tokyo Stock Exchange*, 2021.

## Códigos de buen gobierno analizados.

### Alemania

- German Corporate Governance Code, *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, 2019. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/191216\\_german\\_corporate\\_governance\\_code.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/191216_german_corporate_governance_code.pdf))

### Australia

- ASX Corporate Governance Principles and Recommendations: 4th Edition, *ASX Corporate Governance Council*, 2019. (disponible en: <https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cgc-principles-and-recommendations-fourth-edn.pdf>).

### Brasil

- Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, *O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)*, 2018. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/3877\\_gt\\_interagentes\\_brazilian\\_corporate\\_governance\\_code\\_listed\\_companies.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/3877_gt_interagentes_brazilian_corporate_governance_code_listed_companies.pdf)).

### España

- Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2020. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/spain\\_corporate\\_governance\\_code.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/spain_corporate_governance_code.pdf)).

### Estados Unidos

- NYSE: Corporate Governance Guide, *New York Stock Exchange*, 2014. (disponible en: [https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE\\_Corporate\\_Governance\\_Guide.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Corporate_Governance_Guide.pdf)).

### Francia

- Corporate Governance Code of Listed Corporations, *AFEP-MEDEF*, 2020. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/200210\\_afep\\_medef\\_code\\_revision\\_2020\\_en\\_0.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/200210_afep_medef_code_revision_2020_en_0.pdf)).

### Japón

- Japan's Corporate Governance Code - Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term, *JPX Tokyo Stock Exchange, Inc.*, 2021. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/japan\\_new\\_code\\_jun\\_21.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/japan_new_code_jun_21.pdf)).

### Reino Unido

- The UK Corporate Governance Code, *Financial Reporting Council*, 2018. (disponible en: <https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/2018-uk-corporate-governance-code-final.pdf>).

Suiza

- Swiss code of best practice for corporate governance, *Economiesuisse*, 2016. (disponible en: [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/economiesuisse\\_swisscode\\_e\\_web%202016.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/economiesuisse_swisscode_e_web%202016.pdf)).