



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES
COTIZADAS: LOS CÓDIGOS DE BUEN
GOBIERNO COMO HERRAMIENTA PARA
MEJORAR LA TRANSPARENCIA Y LA EFICACIA
EMPRESARIAL.**

Autor: Irene San Martín García

Director: José Luis Fernández Fernández

Madrid

Marzo 2015

Irene
San Martín
García

**El gobierno de las sociedades cotizadas: los códigos de buen gobierno como herramienta
para mejorar la transparencia y la eficacia empresarial.**



ÍNDICE

RESUMEN.....	1
ABSTRACT	1
1. INTRODUCCIÓN	3
1.1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA ELEGIDO	3
1.2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	3
1.3. METODOLOGÍA	3
2. PUNTO DE PARTIDA: ¿ESTÁN LAS EMPRESAS BIEN GOBERNADAS?.....	4
2.1. PRIMERAS REFERENCIAS A LA CUESTIÓN DEL BUEN GOBIERNO EMPRESARIAL	4
2.1.1 <i>Componente ético de la cuestión.</i>	6
2.2. ¿QUÉ ENTENDEMOS POR BUEN GOBIERNO?.....	7
2.2.1. <i>Materias sobre las que incide el concepto de buen gobierno.</i>	9
2.3. VISIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN ACTUAL EN ESPAÑA	13
3. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO: MARCO GENERAL	16
3.1. EL ORIGEN DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO	16
3.1.1 <i>El informe Cadbury.</i>	17
3.1.2 <i>Los informes Greenbury y Hampel.</i>	19
3.2 DEL INFORME CADBURY HASTA NUESTROS DÍAS: BREVE REFERENCIA A LA EVOLUCIÓN EN EL MARCO EUROPEO	20
4. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA.....	23
4.1 DE LAS PROPUESTAS DEL CÍRCULO DE EMPRESARIOS AL CÓDIGO CONTHE... 23	
4.1.1 <i>Primeros pasos: las Propuestas del Círculo de Empresarios.</i>	23
4.1.2 <i>El Código Olivencia.</i>	24
4.1.3 <i>El Informe de la Comisión Aldama.</i>	27
4.1.4 <i>El Código Unificado de Buen Gobierno o Código Conthe.</i>	29
4.2 EL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS EMPRESAS COTIZADAS	32
4.2.1 <i>La necesidad de un nuevo código de buen gobierno: la experiencia del Código Conthe.</i>	32
4.2.2 <i>El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas: principales novedades.</i> 36	
4.2.3 <i>Primeras reacciones al nuevo Código.</i>	40
5. CONCLUSIONES.....	43
6. BIBLIOGRAFÍA.....	44

“La mente del hombre superior valora la honradez; la mente del hombre inferior valora el beneficio”

Confucio (551 a. de C. - 479 a. de C.), filósofo chino, Analectas, libro IV, capítulo XVI.

RESUMEN

Fue en la década de los 90, con grandes escándalos financieros como los de Maxwell o BCCI, cuando se tomó conciencia de la falta de transparencia en la gestión de los administradores y directivos de las empresas. Debido a ello la cuestión acerca del gobierno de las empresas se hizo más candente en Europa y se generalizaron términos como “buen gobierno” o “gobierno corporativo”.

Hablamos de buen gobierno como aquel que “promueve la equidad, la transparencia y la responsabilidad de las empresas”¹. Así, en la práctica, una empresa bien gobernada maneja conceptos como la eficiencia, la información pública, la transparencia en la política de retribuciones o la adopción de códigos de buen gobierno.

Es justamente de esto último, de la adopción de códigos de buen gobierno, de lo que versa este trabajo, de cómo a lo largo del tiempo los gobiernos y las instituciones más relevantes de cada país han ido publicando numerosos códigos de buen gobierno como herramientas para mejorar la transparencia y la eficacia empresarial en aras de alcanzar el objetivo de buen gobierno que toda empresa debe perseguir, y recuperar la confianza en los mercados que los inversores habían perdido.

Palabras clave: buen gobierno, códigos de buen gobierno, transparencia.

ABSTRACT

It was in the 90s, due to financial scandals as Maxwell or BCCI, when the society became aware that the main reason of these abuses was the lack of transparency in the management of the companies. It was in this decade when the question about the government of the companies became more important and terms as “good government” or “corporate government” were generalized.

¹ XV Congreso Nacional de Ética de la Economía y de las Organizaciones El Buen Gobierno de las Organizaciones IESE Business School Barcelona, 8 y 9 de junio de 2007.

Good governance can be defined as the one that “promotes the equity, the transparency and the responsibility of the companies”. This way, in the practice, a well-governed company has to deal with topics as efficiency, transparency, public information, and codes of best practises in corporate governance. In particular this work is about the adoption of codes of best practises in corporate governance as tools used by the governments or institutions to improve the transparency and the managerial efficiency in order to reach the aim of good government that any company must chase and rebuild the trust in the markets that investors have lost.

Key words: corporate governance, codes of best practises in corporate governance, transparency.

1. INTRODUCCIÓN

1.1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA ELEGIDO

Tras la publicación del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas por parte de la CNMV el pasado 15 de febrero, hemos considerado relevante centrar este Trabajo de Fin de Grado en la evolución que han experimentado los códigos de buen gobierno como herramienta para mejorar la eficacia y la transparencia empresarial, de cara a poder formarnos una idea lo más clara posible de cuál ha sido el camino que a desembocado en la redacción de este texto.

1.2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

El principal objetivo de este trabajo es analizar cuál ha sido la evolución en la publicación de códigos de buen gobierno como herramienta utilizada por los gobiernos y las instituciones, especialmente en España, para mejorar la eficacia y la transparencia empresarial. Para este fin partiremos de la importancia del buen gobierno de las empresas y cómo esta cuestión fue ganando protagonismo con el paso de los años, para proseguir analizando el marco general de los códigos de buen gobierno y su utilización como respuesta a la necesidad de proteger a los accionistas y dotar de transparencia al mercado. Una vez llegados a este punto, centraremos la atención del trabajo en los códigos de buen gobierno españoles, y cómo su contenido ha ido evolucionando adaptándose, no sólo a los códigos publicados en el resto de Europa sino también a las exigencias del mercado y de la sociedad española.

1.3. METODOLOGÍA

La metodología a seguir durante esta investigación se centra de manera exclusiva en la revisión de la literatura previa encontrada hasta la fecha, de tal forma que el lector pueda hacerse una idea lo más clara posible de cuál ha sido la evolución de la utilización de los códigos de buen gobierno como herramientas para mejorar la eficacia y la transparencia empresarial, y el perfeccionamiento de su contenido de cara a perseguir estos objetivos y adaptarse a una sociedad cambiante.

2. PUNTO DE PARTIDA: ¿ESTÁN LAS EMPRESAS BIEN GOBERNADAS?

2.1. PRIMERAS REFERENCIAS A LA CUESTIÓN DEL BUEN GOBIERNO EMPRESARIAL

La cuestión acerca del buen gobierno de las grandes empresas se ha convertido actualmente en una de las conversaciones más candentes en el panorama internacional. Sin embargo, esta cuestión lleva forjándose en Europa desde los años 90; fue concretamente en mayo de 1991 en la esfera de las sociedades cotizadas anglosajonas cuando, a raíz de la desconfianza en las empresas británicas y escándalos financieros y quiebras empresariales como los de BCCI y Maxwell, la Bolsa de Londres en colaboración con expertos contables constituyeron la *Comisión sobre Aspectos Financieros de Gobierno Corporativo*. Esta Comisión presidida por Sir Adrian Cadbury promulgó en diciembre de 1992 el conocido como *Informe Cadbury*, precursor de las recomendaciones de buen gobierno que se incorporaron después en numerosos Códigos de Buen Gobierno a nivel europeo, y que introdujo el principio *comply or explain* (cumplir o explicar)². Esta preocupación por el buen gobierno se extendió a las economías occidentales desarrolladas durante la última década del siglo XX de tal forma que los mercados comenzaron a exigir a las sociedades cotizadas, o en cuyos planes estuviera cotizar en el mercado de valores, “superar unos requisitos mínimos o básicos que, aun no siendo todos ellos jurídicamente vinculantes, se consideraban por los organismos reguladores de los mercados altamente recomendables” (Mateu, 2010:6)

La década de los 90 se caracterizó también por la asiduidad con la que se llevaban a cabo adquisiciones y las fusiones en sus variantes más agresivas como son las operaciones públicas de adquisición (OPA’s) hostiles³, operaciones que por aquel

² “Este mecanismo implica que una empresa debe adoptar el Código, pero si no puede cumplir o adoptar alguno de las recomendaciones del Código, debe explicar las razones por las que no puede hacerlo (*sic*)” (Mallin, 2003:73)

³ De acuerdo con la definición que da la Oficina de Atención al Inversor de la CNMV en su ficha: *Las Opas. Qué son y cómo actuar*, “[u]na oferta pública de adquisición (OPA) es una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones o de otros valores que permitan adquirirlas. a cambio de un precio (...) Las opas se consideran “amistosas” si se presentan tras un acuerdo entre la sociedad oferente y los accionistas significativos o el Consejo de Administración de la sociedad opada. Si no media acuerdo previo, suelen denominarse “opas hostiles”, si bien este calificativo no prejuzga su posible interés para los accionistas.”

entonces terminaron por resultar hasta cotidianas y que dieron lugar a la globalización de la economía y, en particular, de los mercados financieros. Todo ello, unido a la liberalización de los mercados de capitales y al crecimiento de una economía cada vez más globalizada, dio pie a que la sociedad colocase el foco de atención en la transparencia y eficacia empresarial. Así, según Fernández (1999: 234):

Una vez que los mercados de valores gozan de una mayor libertad y la economía se vuelve más globalizada, el capital tiende a invertirse en aquellas empresas que garantizan una gestión seria, responsable y eficiente.

Asimismo, la separación entre la propiedad y la dirección de la empresa se vio durante estos años más acentuada como consecuencia de los anteriores eventos, lo que llevó a un aumento cuantitativo y cualitativo en lo relativo a los conflictos de interés entre accionistas y gestores⁴. Estos conflictos afectan negativamente al valor de la empresa, perjudicando sobre todo los intereses de los accionistas, de ahí que surja “la preocupación por articular procedimientos que garanticen los derechos de los accionistas y alienten un comportamiento responsable de los directivos” (López y Pereira, 2006: 10)

Esta preocupación por el buen gobierno de las empresas ha terminado convirtiéndose, como avanzábamos al principio de este epígrafe, en una cuestión de relevancia internacional, suscitando interés no solo en todo tipo de sociedades u organismos institucionales sino también en el ámbito académico. Todo ello no solo ha dado como resultado numerosos artículos académicos, sino que también ha desembocado en actuaciones por parte de los gobiernos y de las instituciones más importantes de los países que, alertados por la influencia de los conflictos de interés en el valor de las sociedades, y en consecuencia en la economía, han tomado medidas reconciliadoras, entre ellas la publicación de códigos de buen gobierno, lo que constituye el tema de este trabajo.

⁴ “La separación de la propiedad y el control (de la empresa) crea un potencial conflicto de intereses entre los directivos y los accionistas en tanto que los primeros perseguirán optimizar sus propios intereses; en otras palabras, los directivos tomarán decisiones con el objetivo de optimizar su ganancia y/o minimizar su riesgo a expensas de los proveedores de capital” (Jensen y Meckling 1976; Sheifer y Vishny 1986)

2.1.1 Componente ético de la cuestión.

El buen gobierno no pretende únicamente “mejorar los mecanismos de funcionamiento y transparencia de las sociedades ni garantizar un saludable equilibrio de poderes en la misma” (Mateu, 2010:9) La finalidad de todo buen gobierno conlleva un objetivo más a largo plazo como es el interés social⁵, no se limita únicamente a satisfacer los intereses de los accionistas (aunque no se deba apartar la empresa de este objetivo ya que al final estos son los propietarios de la misma) sino que va más allá, busca la estabilidad, continuidad y sostenibilidad de la empresa en el medio y largo plazo. Este objetivo de alcanzar el interés social contiene en sí mismo un componente ético, puesto que no se trata de únicamente de hacer bien las cosas legalmente hablando, sino de hacerlas cumpliendo con el interés social.

Fue “la utilización de la gran empresa como vehículo de fraude” (Fernández-Arnesto, 1996:33) lo que inició la cuestión acerca del buen gobierno de las sociedades durante la década de los 90 en el seno de las sociedades cotizadas de los países anglosajones, y ha sido precisamente esto mismo lo que ha vuelto a intensificar este debate en los últimos años en el resto de Europa.

Centrándonos en el caso español y haciendo eco de los últimos escándalos de corrupción y fraude en los que se han visto implicados directivos de grandes sociedades, el control de la gestión empresarial, concretamente en lo que a la transparencia se refiere, gana importancia dentro de la cuestión del buen gobierno. Los titulares que sugerían, si no sentenciaban, que la crisis financiera iniciada en 2007 ha sido y sigue siendo una crisis ética, superan en el caso español la media de los restantes países europeos.

Así, tras casi dos décadas, la cuestión acerca del buen gobierno de las empresas y la transparencia en la gestión empresarial se ha intensificado en el caso español, situando el problema de principal-agente al frente de todo debate. Los accionistas delegan la gestión de las empresas en los directivos, sin embargo, y a pesar de los avances legales en la materia, aquellos continúan sintiendo que no pueden asegurar que estos últimos realicen todo lo que esté en su mano para obtener beneficios no solo a corto sino

⁵ El Código Conthe vincula el concepto de interés social a “maximizar de forma sostenida el valor económico de la empresa”, en concreto, en su Recomendación nº 7 se refiere al “interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa”

también a largo plazo. Los accionistas temen que los directivos busquen satisfacer su propio interés con las decisiones que toman como gestores, utilizando para ello la empresa como vehículo.

Suscribiendo la idea que subyace en los trabajos de Shleifer y Vishny (1997), el principal problema al que se enfrentan los accionistas es la discrecionalidad por parte de los gestores en lo que a asignación de recursos se refiere. Este tipo de acciones discrecionales, pongamos como ejemplo adjudicar un contrato a un familiar, no son siempre un delito en el sentido más purista del término, pueden incluso estar revestidas de las mejores intenciones (aunque lo será en los menos casos), sin embargo, lo más probable es que no representen los intereses de los propietarios. Esto llevará en última instancia a que futuros accionistas de la empresa inviertan sus recursos en otras sociedades más fiables hasta llevar a la primera a una situación financiera insostenible que terminará en su disolución.

Todo ello, de acuerdo con la opinión de autores como Durán (2009) y Siurana (2010), podría haberse evitado de haber controlado de forma más efectiva a los gestores de las empresas, control que parte de la base de la existencia de un Consejo de Administración más independiente que garantice la eficiencia y la transparencia en la gestión empresarial. Aun así, no solo la presencia de un Consejo más independiente podría haber evitado este tipo de prácticas. La “reinterpretación en España de las corrientes del Management inventadas en el extranjero” (Castreaso, 2003:43) ha sido otra de las actuaciones que ha afectado de manera negativa las prácticas de gobierno empresarial en España, refiriéndonos con ello a las remuneraciones basadas en acciones y en stock options que tan de moda se han puesto en los últimos años entre las grandes empresas españolas.

2.2. ¿QUÉ ENTENDEMOS POR BUEN GOBIERNO?

Habiendo ya establecido el momento temporal en que la sociedad europea se comenzó a preocupar por el buen gobierno de las empresas, así como el contenido ético de la cuestión, conviene ahora delimitar qué debemos entender por buen gobierno o qué se considera una empresa bien gobernada.

Si nos atenemos a las definiciones que contiene el diccionario de la Real Academia Española (RAE) y descartamos aquellas que no tienen relevancia a estos efectos,

podríamos definir buen gobierno como “la acción y efecto de gobernar o gobernarse que tiene bondad en su género”. Sin embargo, esta definición improvisada no parece aclarar mucho la cuestión que tenemos entre manos, pues habríamos de preguntarnos qué se entiende por bondad y en última instancia, si seguimos la definición del diccionario de la RAE, qué entendemos por el bien, concepto que ha permitido a gran cantidad de filósofos discutir durante siglos y en cuya disertación no es nuestro objetivo entrar. Por ello, recurriremos a la definición de buen gobierno que los académicos han dado en estos últimos años para establecer las bases acerca de qué entenderemos por buen gobierno al menos en lo que respecta a este trabajo.

Si bien es cierto que no existe una definición “oficial” de buen gobierno a nivel nacional ni internacional, “el “Buen Gobierno” se mueve entre la identificación y el reconocimiento de los estándares de conducta organizativa societaria cuyo éxito ha sido comprobado en la praxis y la identificación de nuevas líneas de gestión que en principio son capaces de potencia[r] la transparencia y la eficacia de las organizaciones empresariales” (Mateu, 2010:6).

Mariano Carbajales, en su artículo *Hacia un buen gobierno corporativo* publicado en 2003 en el número extraordinario sobre *Corporate Governance* de la revista *Análisis Financiero*, lo define, conforme a la concepción adoptada por el Banco Mundial “como aquel gobierno que promueve la equidad, la transparencia y la responsabilidad de las empresas”.

Sin embargo, tal y como el mismo autor sostiene en su artículo, para poder determinar qué entendemos por buen gobierno habremos primero de delimitar cuál es nuestra concepción de empresa. Es por esta razón que al principio de este apartado no solo hacíamos referencia a lo que entendemos por buen gobierno sino también lo que es para nosotros una empresa bien gobernada. Así, una empresa podrá estar bien gobernada a los ojos de quien sólo persigue el beneficio siempre que los estados financieros reflejen una cuenta de resultados abultada, y el buen gobierno será aquel encaminado a motivar a los directivos para que en el menos tiempo posible obtengan los mejores resultados económicos. Sin embargo, desde un punto de vista ético, esto no tiene por qué corresponderse con un buen gobierno.

Asumiremos en este trabajo la “concepción ética” de la empresa como aquella con fines más allá de los puramente económicos, tales como dar trabajo, formar a las personas o satisfacer las necesidades de la sociedad, en suma, empresa como ente que persigue un fin social aparte del estrictamente económico. Así, a pesar de que uno de los fines de la empresa sea la creación de valor para los accionistas, este objetivo estará subordinado al fin social de la misma, de tal forma que se cree valor para la sociedad a la vez que se intente maximizar el valor de mercado de la acción. Por consiguiente, el buen gobierno también será para nosotros una cuestión ética tal y como se pregonó en los informes Cadbury (Londres, 1992), Hampel (Londres, 1998), Viento (París, 1995 y 1999) y Prada (1999); y diremos que lo hemos alcanzado cuando se de una “combinación de factores: personas éticamente responsables, una adecuada estructura de los consejos de administración y procedimientos ágiles y transparentes” (Carbajales, 2003: 94).

2.2.1. Materias sobre las que incide el concepto de buen gobierno.

Hemos delimitado lo que entendemos, a efectos de este trabajo, por buen gobierno. Sin embargo, aún se precisa concretar más qué abarca dicho concepto, las materias sobre las que incide la idea de buen gobierno.

En un principio, las prácticas de buen gobierno se entendieron limitadas al objetivo de transparencia de los mercados de valores, sin embargo, con el paso del tiempo se reveló que estas también eran de utilidad a la hora de resolver conflictos entre las distintas partes implicadas en el desarrollo de la actividad empresarial.

De esta forma, la inicial preocupación por las prácticas de buen gobierno que surge de la necesidad de proteger a los accionistas⁶, se extiende con el paso del tiempo a la protección no solo de éstos sino también de todos aquellos grupos de interés que se vean o se puedan ver afectados por las decisiones de una empresa, tales como los proveedores, clientes o la sociedad en sí misma⁷. Pasamos de observar el buen gobierno desde un enfoque *shareholder* a hacerlo desde la perspectiva *stakeholder*. En consecuencia, las materias sobre las que incide el concepto de buen gobierno han ido ampliándose con el paso del tiempo.

⁶ Enfoque shareholder.

⁷ Enfoque stakeholder.

Nos centraremos en este epígrafe en resumir las que actualmente son más relevantes, ya sea porque numerosos códigos de gobierno recojan recomendaciones sobre las mismas, ya sea porque las publicaciones académicas las posicionen en un lugar privilegiado.

La siguiente enumeración no tiene carácter cerrado y el orden en que se exponen las distintas materias no pretende sumar importancia a las primeras ni restársela a las últimas.

En primer lugar, hablar de buen gobierno implica hablar de la responsabilidad de los administradores, responsabilidad que “deriva de los deberes de diligencia y lealtad” (Salas, 2003:11). Estos deberes de diligencia y lealtad resultan claves a la hora de evitar los conflictos de interés entre accionistas y directivos a los que se ha hecho referencia en anteriores párrafos.

Cuando hablamos del deber de diligencia que todo administrador debe cumplir, no solo hablamos de alcanzar la eficiencia económica de la empresa, sino que, en consonancia con el concepto ético de empresa que aquí sostenemos, este deber implica conseguir el bien de la empresa en su conjunto y su viabilidad en el largo plazo, lo que implicará en última instancia proteger también los intereses de los demás *stakeholders*.

Si bien ambos deberes persiguen evitar posibles conflictos de interés, el deber de lealtad está, aun si cabe, más íntimamente relacionado con este objetivo. Tal y como recoge el Informe Aldana en el apartado III.1, los inversores se sentirán seguros a la hora de invertir cuando “el valor producido por la empresa se distribuye correctamente y los accionistas y administradores de control no obtienen beneficios desproporcionados respecto a su trabajo y participación en el capital”. En tanto que este reparto de riqueza sea correcto, puede entenderse que el deber de lealtad se está cumpliendo y que por tanto, en este sentido una empresa estará bien gobernada, sin embargo, cómo determinar qué reparto de riqueza es el más correcto es la parte más difícil de todo ello.

Otra de las materias que preocupa especialmente acerca del gobierno de las empresas es la protección de los accionistas. Si bien es cierto que todos los accionistas deben estar protegidos frente a las posibles injerencias que se produzcan entre estos y los gestores, merece especial referencia la protección que se debe brindar a aquellos accionistas en

cuyo poder se encuentra una parte muy pequeña del capital de las empresas, los accionistas minoritarios o aquellos que pertenecen al *free float*⁸.

No se debe menospreciar a este accionista ya que, aunque en menor medida, proporciona liquidez al mercado y contribuye a una asignación más eficiente de los recursos económicos. Sin embargo, estos accionistas, al comprar acciones de una determinada empresa se encuentran tan alejados de la gestión y del control de la empresa que no tienen capacidad alguna para influir en las decisiones que, tarde o temprano, les acabarán influyendo. Es por ello que necesitan ser protegidos de alguna forma, sobre todo en lo que se refiere a hacer mínimos los riesgos de naturaleza moral o lo que en el mundo anglosajón se conoce como *moral hazard*⁹.

Es cierto que el resto de accionistas también deben ser protegidos, sin embargo, los accionistas minoritarios merecen una protección especial precisamente por lo que hemos dicho acerca de su imposibilidad de influir en modo alguno en las decisiones de los directivos. Los accionistas mayoritarios, a pesar de que también puedan sufrir las consecuencias del riesgo moral, se encuentran en una posición más beneficiosa a la hora de ejercer cierto control sobre los directivos. Los accionistas minoritarios, por otro lado, necesitarán de mecanismos que les ayuden frente a este tipo de situaciones ya que, después de todo, siguen financiando, aunque en menor medida, la actividad empresarial. La concreción de dichos mecanismos corresponderá no solo al legislador sino también a los propios órganos internos de administración de cada sociedad. Ello afectará principalmente a la composición de los Consejos de Administración, materia muy discutida durante los últimos años y cuya regulación ha sufrido continuas

⁸ Capital flotante.

⁹ “El término *moral hazard* procede del mundo del seguro y se refiere, en sentido estricto, al riesgo de que el asegurado, sabiéndose protegido frente al siniestro, adopte menos precauciones para evitarlo (o incluso, con un propósito fraudulento si el bien asegurado se ha sobrevalorado, induzca el siniestro, para cobrar la indemnización)” (Conthe, 2008). Sin embargo, adaptado a la empresa, el concepto *moral hazard* hace referencia al problema que se origina entre el principal y el agente cuando el segundo es quien decide cuanto riesgo correr en una determinada operación sabiendo que al final las consecuencias de asumir dicha cantidad de riesgos las sufrirá el principal, lo que en muchas ocasiones dará lugar a decisiones que, de haber corrido todo el riesgo el agente, no se hubieran tomado.

modificaciones, así como a su participación en las Juntas Generales o su acceso a las opas.

Habiendo hecho referencia a la responsabilidad de los administradores derivada de sus deberes de diligencia y lealtad así como a la protección que merecen los accionistas, y con ánimo de no alargar demasiado este epígrafe, nos detendremos por último en el objetivo de transparencia¹⁰ que toda empresa debe perseguir, y que constituirá por tanto una de las preocupaciones esenciales de todo buen gobierno empresarial.

En el caso concreto de las sociedades cotizadas, “la transparencia deviene en este contexto verdadera condición de posibilidad de progreso y avance, al constatar cómo la información constituye la pieza fundamental a la hora de que el sistema forme adecuadamente los precios” (Fernández, 2004:108) Siguiendo a dicho autor, para que quienes participan en los mercados de capitales puedan formarse juicios razonables y fundados de cara a materializar sus deseos de inversión, deviene imprescindible la correcta transmisión de información. Esta información deberá ser no sólo correcta y veraz sino transmitirse en tiempo útil, de forma simétrica y equitativa, y transmitirse toda aquella que se sea relevante para los accionistas. De esta forma, los accionistas no solo podrán formarse juicios razonables y fundados para tomar sus decisiones de inversión, sino que sentirán que la empresa está siendo dirigida teniendo en cuenta sus intereses.

Es por esto último que el requisito de transparencia no puede limitarse únicamente respecto a la información económico-financiera que se pone al alcance de los accionistas de cara a una futura inversión, sino que también se hace imprescindible en el ámbito de la gestión. En palabras de García de la Rasilla (2003:31):

En este sentido, existe un amplio acuerdo para establecer medidas que mejoren la transparencia en la gestión como la realización de auditorías externas, la comunicación sobre remuneración y participación accionarial de los ejecutivos, la aprobación en Junta General de los planes de stock options o la publicación del grado de seguimiento de los códigos de gobierno internos.

¹⁰ Bushman (2004) define la transparencia en el ámbito empresarial como la “disponibilidad de información específica de la empresa para los inversores y stakeholders.”

En resumen, y como hemos mencionado antes, sin ánimo de ser excluyentes, tres de las materias fundamentales de las que toda empresa debe encargarse para poder considerarse “bien gobernada” son: la responsabilidad de los gestores, que pasa por el cumplimiento de sus deberes de diligencia y lealtad; la protección de los intereses de los accionistas ya sean o no mayoritarios; y por último, la transparencia en lo que respecta no solo a la información financiera destinada a los mercados de capital sino también en lo que respecta a la gestión de la empresa.

2.3. VISIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN ACTUAL EN ESPAÑA

En 1999 la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), de la que España es miembro fundador, aprobó los primeros principios de gobierno corporativo con la idea de que “la adhesión por las empresas a la prácticas de buen gobierno contribuiría a aumentar la confianza de los inversores nacionales así como a asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros, atrayendo fuentes de financiación más estables” (Olagorta, 2014) Estos principios se han ido “popularizando” en España al igual que en el resto de países de nuestro entorno. Sin embargo, pese a los avances conseguidos en la aplicación de mejores prácticas en lo que a gobierno corporativo se refiere, según el Global Competitiveness Report , España ocupaba en el periodo 2012-2013 el puesto el 106/144 en eficiencia de los Consejos de Administración y el 66/144 en cuanto a protección de los intereses de los accionistas minoritarios.

Durante una de las jornadas en la Bolsa de Madrid dedicadas al gobierno corporativo organizadas en 2012 por el Instituto de Consejeros Administradores (IC-A), inversores institucionales y consejeros de empresas cotizadas españolas pusieron de manifiesto la desconfianza internacional que existía por aquel entonces en el gobierno corporativo de las grandes empresas. Los accionistas que se daban cita en dicha jornada destacaron la necesidad de mejorar el gobierno corporativo de las empresas cotizadas españolas y señalaron como puntos débiles la profesionalidad del Consejo de Administración o la escasa transparencia de sus retribuciones. En estas mismas jornadas, David Wright, Secretario General de la Organización Internacional de Supervisores de Mercados de Valores (IOSCO), durante su discurso de clausura hizo referencia al descenso

generalizado del PIB a nivel global y al mal gobierno corporativo como una de sus causas.

Dos años después, en 2014, esta desconfianza por parte de los inversores internacionales en las sociedades españolas cotizadas se hizo más acusada a raíz de unas declaraciones de Pemex, el gigante estatal mejicano del petróleo. En ellas afirmaba que no estaba de acuerdo con las prácticas de gobierno corporativo de Repsol, y citaba ésta como una de las razones para vender un 9,2% de su participación en Repsol y destinar ese dinero a fines más lucrativos.

Todo lo anterior, unido a la crisis financiera, ética e institucional que España viene sufriendo desde 2007 ha llevado a agravar la desconfianza por parte de los inversores que exigen mayor protección, transparencia y rendición de cuentas. No obstante, de acuerdo con Carter y Losch (2005:27), la principal problemática con respecto a la eficiencia y la eficacia del gobierno de las empresas tiene que ver con los Consejos de Administración:

(...) incluso aquellos consejos que, buscando su mejora, han adoptado nuevas ideas y mejores prácticas, siguen teniendo problemas para hacer su trabajo. Parece crecer la distancia entre lo que pueden hacer y lo que se espera que hagan, de manera que, a menos que el diseño del consejo preste atención a este aspecto, la distancia será cada vez mayor. (...) La última década ha supuesto el fermento del consenso gradual acerca del concepto de mejores prácticas. En el fondo del mismo subyace la idea de que los consejos deben fortalecerse si quieren gobernar correctamente.

Numerosas empresas españolas han dado cuenta de esta situación y han actuado en consecuencia tomando medidas que mejoren su gobierno corporativo. Podemos citar a modo de ejemplo el Banco Santander, que nombró como consejera independiente a Sheila Bair en enero de 2014, atacando así tres de las críticas más duras que se les hace a los Consejos de Administración de las sociedades españolas¹¹: la escasa diversidad de nacionalidades y de género y la escasa presencia de consejeros independientes.

¹¹ A los Consejos de Administración también se les critica por su elevado número de miembros, la edad avanzada de los mismos, la escasa fiabilidad de los consejeros independientes y el hecho de que una misma persona ocupe los cargos de Presidente y Consejero Delegado.

No solo las sociedades cotizadas son quienes deben tomar medidas para mejorar, sino que desde el Gobierno y demás instituciones también se necesita cierta intervención. Así, la reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de gobierno corporativo o el nuevo Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas presentado el pasado febrero por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) son medidas que benefician al buen gobierno, lo que contribuye a potenciar la competitividad de las empresas y que incidirán positivamente en el valor de las compañías.

A pesar de ello, las empresas españolas aún tienen que hacer grandes esfuerzos para abandonar las viejas costumbres que les anclan en el pasado y les impiden avanzar como las grandes potencias que son.

3. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO: MARCO GENERAL

3.1. EL ORIGEN DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

Los escándalos financieros que se sucedieron en la década de los 90 pusieron en tela de juicio la credibilidad de las empresas, lo que desembocó en la pérdida de confianza en el mercado por parte de los inversores, provocada principalmente por la falta de transparencia informativa y de supervisión por parte de los Consejos de Administración. Ante este escenario en que el buen gobierno de las empresas se comenzaba a posicionar como uno de los criterios más relevantes a la hora de invertir, las prácticas de buen gobierno surgieron como la mejor solución para recuperar la confianza de los inversores, prácticas que requerían ser recopiladas por los gobiernos de los distintos países o instituciones de reconocido prestigio en documentos a los que se dio el nombre de códigos de buen gobierno.

De acuerdo con la definición que Weil, Gothsal y Manges dieron en 2002, “[u]n código de gobierno corporativo es un conjunto de principios no obligatorios, estándares o buenas prácticas, formulados por un determinado colectivo y relacionados con el gobierno interno de las organizaciones” Otros autores como Aguilera y Cuervo (2004) los definen como “un conjunto de recomendaciones acerca de la apropiada estructura de los órganos de gobierno y el adecuado comportamiento de los miembros de estos órganos” Además, un código de buen gobierno “suele estar formado por recomendaciones o sugerencias sobre la conducta de las corporaciones y de sus miembros y generalmente se parte del supuesto de que el mercado valorará positivamente su cumplimiento y que por tanto motivará a las compañías a seguirlo” (Ferruz, Marco y Acero, 2010:2). Por su parte, según la AECA (2004):

Estos Códigos suelen ser emitidos por comisiones especializadas de expertos, con frecuencia constituidas a iniciativa de organismos oficiales, con el cometido fundamental de estudiar los criterios y pautas a que deben someterse las sociedades en un contexto determinado, y pronunciarse con una serie de recomendaciones que mejoren el comportamiento de las organizaciones respecto a la transparencia informativa, composición y funcionamiento de los órganos de gobierno y relación con los distintos grupos de interés.

El origen de los códigos de buen gobierno se sitúa de acuerdo con Aguilera y Cuervo (2004, citado por López-Iturriaga y Pereira do Carmo, 2006:13) en la década de los setenta en Estados Unidos (EE.UU.) Posteriormente se publica en 1989 el “Code of Best Practise, Listing Rules” en Hong Kong y en 1991 se redacta el “Statement of Best Practise on the Role and Responsibility of Directors of Publicly Listed Companies” en el seno de la Asociación Irlandesa de Inversores. Sin embargo, son numerosos los autores que sitúan el verdadero origen de los códigos de buen gobierno en 1992 con la aprobación del “Informe Cadbury” en el Reino Unido al que hemos hecho referencia al comienzo de este trabajo.

A raíz de la publicación de este informe, junto con los informes Greenbury y Hampel publicados con posterioridad, se sucedió en Europa la publicación de numerosos códigos de buen gobierno que contenían en mayor o en menor medida las recomendaciones que en los primeros se recogían. Es por ello que estos tres informes ingleses no sólo constituyen un hito en la historia de los códigos de buen gobierno por haber impulsado su proliferación en Europa, sino que para numerosos autores, entre ellos Borrego y Francés (2000); Puentes, Velasco y Vilar (2009); y Mateu (2010), constituyen el verdadero origen de los códigos de buen gobierno como los conocemos hoy en día, ya que su contenido fue seguido por numerosos códigos promulgados en todo el mundo. Es por ello que creemos relevante para el buen fin de este trabajo detenernos brevemente en cada uno de ellos.

3.1.1 El informe Cadbury.

Este informe publicado en diciembre de 1992 por la *Comisión sobre Aspectos Financieros de Gobierno Corporativo* y que toma su nombre del Presidente de dicha Comisión Sir Adrian Cadbury, contenía una serie de recomendaciones de cumplimiento voluntario bajo la máxima de cumplir o explicar, lo que desvirtuaba en cierta medida la voluntariedad de dichas recomendaciones: “[e]ste mecanismo implica que una empresa debe adoptar el Código, pero si no puede cumplir o adoptar alguno de las recomendaciones del Código, debe explicar las razones por las que no puede hacerlo (*sic*)” (Mallin, 2003:73).

A este efecto se instó a las empresas cotizadas en la Bolsa de Londres a que, con fecha límite julio de 1993, reflejaran en sus informes anuales el cumplimiento o no de las

recomendaciones contenidas en el código así como las posibles explicaciones en caso de no haberlo hecho.

Entre las recomendaciones más relevantes que contenía el Informe Cadbury se encuentran las relativas al Consejo de Administración y a la realización de los informes financieros que nos detenemos a comentar a continuación.

En lo que respecta al Consejo de Administración, se realizaron recomendaciones no solo en lo relativo a su funcionamiento sino también a su composición:

- Debía existir una división aceptada y lo suficientemente clara de las responsabilidades dentro del consejo.
- En relación con lo anterior, se recomendó encarecidamente la no acumulación en una misma persona de los cargos de Presidente y Director Ejecutivo.
- Se instó a que el Consejo se reuniera regularmente.
- Con respecto a las retribuciones de los miembros del Consejo, una de las recomendaciones más importantes fue la publicidad de las mismas.
- Se recomendó la inclusión de un número significativo de consejeros independientes en el Consejo de Administración.
- Estos últimos deberían ser elegidos mediante un procedimiento formal y su nombramiento ser adoptado por el Consejo en su conjunto.
- En cuanto a los consejeros ejecutivos se recomendó que su contrato no excediera de tres años.

Por otro lado, en lo que respecta a los informes financieros la recomendación más importante que contenía el Informe Cadbury instaba al Consejo a establecer una comisión de auditoría que estuviera compuesta al menos por tres consejeros independientes cuya misión fuera la de “supervisar los sistemas de control interno de la compañía” (Fernández, 1999:237)

Nos hemos referido a estas como las recomendaciones más importantes contenidas en este Informe no sólo por su repercusión en el desarrollo del gobierno corporativo en el Reino Unido que se verá reflejado en posteriores informes, sino porque tuvieron un impacto fundamental en códigos de buena prácticas de todo el mundo, sentando así las bases para el buen gobierno de las empresas.

Al Informe Cadbury le siguieron los informes Greenbury (1995) y Hampel (1998) que ahora nos disponemos a comentar, no sin detenernos antes en mencionar que, en mayo de 1995, el Comité Cadbury hizo público un informe acerca del seguimiento del código por parte de las empresas y en él quedó reflejado que “los directivos son más conscientes de sus responsabilidades, pertenecen a un menor número de consejos, hay más consejeros independientes que forman parte de los comités del consejo, y se requiere que presten atención a asuntos que antes no trataban” (Cadbury, 1996:63)

3.1.2 Los informes Greenbury y Hampel.

Tras la publicación del Informe Cadbury, el trabajo de esta Comisión adquirió continuidad en manos de otras comisiones e informes como fueron los que ahora se presentan.

La Comisión encargada de la publicación del Informe Greenbury (que toma su nombre de su Presidente Sir Richard Greenbury al igual que pasó con el Informe Cadbury) fue creada en 1995 por la Confederación de Industria Británica “como respuesta a la preocupación existente en relación a los paquetes de remuneración de los directivos y su inconsistente o incompleta cobertura informativa en las cuentas anuales de las empresas” (Mallin, 2003:74)

El Informe Greenbury vio la luz el mismo año en que esta Comisión fue creada y pese a contener también recomendaciones acerca de la composición y el funcionamiento del Consejo de Administración, la importancia de este Informe estriba principalmente en la recomendación sobre la transparencia total en las remuneraciones de los directivos. Esta recomendación, a pesar de estar dirigida principalmente a las sociedades anónimas cotizadas, fue pensada teniendo también en cuenta su utilidad para el resto de empresas que no cotizaban en los mercado de valores. Este objetivo de transparencia total se supeditaba, según la Comisión, a la creación de comisiones de remuneración que estuvieran compuestas por consejeros independientes y que se encargaran de informar periódicamente a los accionistas de la política de retribuciones de los consejeros y directivos.

Al igual que el Informe Cadbury tuvo especial repercusión en futuros códigos de buen gobierno, el Informe Greenbury con sus recomendaciones en materia de retribuciones tuvo el efecto deseado, ya que desde entonces es bastante frecuente en las empresas

británicas, y comienza a serlo en empresas de todo el mundo, la inclusión en las cuentas anuales de información acerca de las retribuciones de los consejeros y directivos.

Fue en el mismo año, en 1995, con posterioridad a la publicación del Informe Greenbury, cuando se constituye la Comisión Hampel (que toma su nombre al igual que en el caso de las anteriores comisiones de su Presidente Sir Ronald Hampel) Esta tenía como tarea revisar los Informes Cadbury y Greenbury en base a la experiencia de los mismos. A pesar de que este Comité se creó en 1995, el Informe Hampel no fue publicado hasta enero de 1998 y tal y como el mismo decía, corroboraba “la inmensa mayoría de las recomendaciones de las otras dos comisiones anteriores”

Mientras que de los Informes anteriores se puede extraer una línea mayoritaria de recomendaciones como es en el primer caso la composición y funcionamiento de los consejos de administración y en el segundo la transparencia en las remuneraciones de los consejeros y directivos, el Informe Hampel trata acerca del gobierno de las empresas en general. Destaca la importancia que tienen los inversores institucionales así como la importancia que tienen sus derechos de voto y en consecuencia, la necesidad de que estos y las empresas dialoguen para la consecución de decisiones basadas en la reflexión.

Tras estos tres primeros informes sobre buen gobierno publicados en Gran Bretaña, se sucedieron en Europa, como ya se ha mencionado, una *corriente codificadora* que nos disponemos a comentar en el siguiente apartado.

3.2 DEL INFORME CADBURY HASTA NUESTROS DÍAS: BREVE REFERENCIA A LA EVOLUCIÓN EN EL MARCO EUROPEO

Como ya se ha mencionado con anterioridad, el Informe Cadbury y los que se consideran su continuación, los informes Greenbury y Hampel, han sido los promotores de un aluvión de códigos de buen gobierno publicados no sólo en Europa sino en el resto del mundo. Conviene sin embargo, para el correcto desarrollo de este trabajo, centrarnos exclusivamente en la evolución que se ha producido en el marco europeo desde la publicación del Informe Cadbury en 1992.

Tras la primera oleada de informes iniciada en el Reino Unido en 1992 con el Informe Cadbury al que ya nos hemos referido, se comienzan a publicar en distintos países europeos códigos de buen gobierno que recogen recomendaciones similares a las

contenidas en aquel. A tal efecto cabe citar los dos Informes Viénot (Francia; 1995, 1999), el Código Olivencia (1998), el Código de Buen Gobierno italiano (1999) o el Código Alemán de Gobierno Corporativo de 2001.

Pese a las diferencias culturales que puedan darse en estos países y que afecten a su cultura empresarial, “las mayores discrepancias en la prácticas de gobierno corporativo (...) parecen ser el resultado de las diferencias legales, y no de las recomendaciones de los códigos. Se avanza, en suma, hacia la convergencia en materia de prácticas de buen gobierno” (García y Blanco, 2003:50)

Estos códigos presentaban en esta primera etapa de la evolución de los códigos de buen gobierno europeos cuatro elementos comunes:

- Informe periódico acerca del cumplimiento de las prácticas de buen gobierno.
- Tratamiento equitativo de los accionistas.
- Responsabilidades de los Consejos de Administración.
- Exigibilidad de mayor transparencia en lo que a información financiera se refiere.

La promulgación de numerosos códigos de buen gobierno durante la última mitad de los noventa y los primeros años del siglo XXI vino proseguida de una fase a la que podemos denominar de *positivización*. Países como Alemania, España¹² o Italia reformaron sus legislaciones mercantiles de tal forma que estas recogieran las recomendaciones más relevantes que se habían ido plasmando en los códigos de buen gobierno. De esta forma la voluntariedad de aplicación de las recomendaciones contenidas en los códigos da paso a la imperatividad de las normas mediante el ministerio de la ley, lo que supone un paso hacia delante sobre todo en la protección de los intereses de los accionistas, ya que se positivizan principalmente recomendaciones enfocadas a este grupo de interés.

A esta labor legislativa acometida por parte de los Estados europeos como soberanos, hay que sumar la legislación en materia de gobierno corporativo que se ha ido

¹² La última reforma de la legislación mercantil en materia de gobierno corporativo fue aprobada el pasado 3 diciembre de 2014 y modificaba, a través de la Ley 31/2014, la Ley de Sociedades de Capital. Estas modificaciones se centraban principalmente en la Junta General de Accionistas y el Consejo de Administración recogiendo gran parte de las recomendaciones propuestas por la CNMV.

sucedido a nivel europeo, entre la que encontramos Recomendaciones de la Comisión Europea y Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo. Esta normativa cubre aspectos como las retribuciones de los consejeros de las sociedades cotizadas, la auditoría legal de cuentas o la transparencia en cuanto a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

No obstante lo anterior, esta corriente de positivización tanto a nivel interno como europeo no ha supuesto el abandono de la corriente codificadora por parte de las instituciones. En todo este tiempo han seguido surgiendo nuevos códigos de gobierno o modificaciones a los anteriores. La principal razón de ello es que, si bien la imperatividad de las leyes presenta ciertas ventajas a la hora de proteger el interés social, en una realidad tan cambiante y globalizada como la actual, la rigidez de las leyes es un hándicap.

No hay dos empresas iguales y por tanto tampoco se les puede exigir lo mismo a todas las empresas que forman el entramado empresarial de un país. Es cierto que existen una serie de principios imprescindibles a la hora de organizar adecuadamente las sociedades mercantiles y que estos necesitan estar positivizados, sin embargo, hay determinados modelos de actuación que no pueden ser exigidos a todas las empresas, y es ahí donde los códigos de buen gobierno se vuelven realmente importantes.

Gracias a la flexibilidad que implica su cumplimiento voluntario, y a pesar de la máxima que la mayoría de ellos incorpora: cumplir o explicar, cada empresa tiene cierto margen para gobernarse adaptando a sus características concretas las pautas de actuación que cada código provee.

En la actualidad, los datos del Instituto Europeo de Gobierno Corporativo recogen un total de 430 códigos de buen gobierno, principios y recomendaciones publicados a nivel mundial desde 1992. De ellos, más de la mitad han sido publicados en los últimos diez años, lo que demuestra que los códigos de buen gobierno, pese al movimiento de positivización del gobierno corporativo, siguen siendo una herramienta fundamental a la hora de guiar a las sociedades hacia su objetivo de buen gobierno.

Una vez analizado el marco general de los códigos de buen gobierno y como han evolucionado en el panorama europeo, pasamos a centrarnos en el caso español.

4. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA

4.1 DE LAS PROPUESTAS DEL CÍRCULO DE EMPRESARIOS AL CÓDIGO CONTHE

4.1.1 Primeros pasos: las Propuestas del Círculo de Empresarios.

Durante la última década del siglo XX surge en Europa un movimiento de codificación de prácticas de buen gobierno impulsado por la publicación del Informe Cadbury al que nos hemos referido a lo largo de este texto en numerosas ocasiones. En España, este movimiento codificador comenzó unos años más tarde que en Gran Bretaña, concretamente en 1996.

Nuestro país, como miembro de la Unión Europea no podía quedarse al margen de la preocupación por el buen gobierno de sus empresas, no podía ignorar “(...) que nuestras empresas compiten en un marco económico interrelacionado, moderno, internacionalizado y global; (...) que existe insatisfacción social respecto a las prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas; que se quiere poner coto a ciertas prácticas (...) que se habían generalizado más de lo deseable en los últimos tiempos” (Fernández, 2004:96)

Teniendo muy presente todo ello, España se convirtió en 1996, con la publicación del documento *Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración* por el Círculo de Empresarios, en el tercer país europeo, solo por detrás de Gran Bretaña y Francia¹³, en publicar un código de buen gobierno. Este código sintetizaba en un total de 10 recomendaciones el contenido de varios códigos a nivel internacional, si bien las recomendaciones recogidas en el Informe Cadbury eran las que más protagonismo ganaban en éste.

Estas propuestas que vieron la luz en noviembre de 1996 habían sido precedidas en el tiempo por un documento publicado en octubre de 1995 por esta misma asociación titulado “Reflexiones sobre la reforma de los Consejos de Administración”

Fueron las reflexiones a las que se llegó en el documento de 1995 (controversias públicas en torno a la retribución de los consejeros, insatisfacción de los accionistas por

¹³ Francia publicó su primer Código de Buen Gobierno en 1995, el Informe Viénot I.

la actuación de los directivos, papel y responsabilidad de los auditores, o consejeros de empresas relevantes involucrados en procesos judiciales, entre otras) la principal razón que impulsó al Círculo de Empresarios a elaborar las propuestas publicadas en 1996. En palabras de Fernández (2004:98): “[t]ras el diagnóstico, el remedio parecía claro: reformar y reforzar el papel de los Consejos de Administración para así elevar la calidad y la competitividad de la empresa española a través de una gestión más eficiente y capaz de transmitir confianza a los inversores”.

4.1.2 El Código Olivencia.

Tras la publicación de estas propuestas, el Gobierno reunido en Consejo de Ministros acordó, en su reunión del 28 de febrero de 1997, a propuesta del Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, la creación de una *Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*. Esta Comisión a la que se conoce como *Comisión Olivencia* toma su nombre, al igual que ocurrió en Gran Bretaña con las Comisiones Cadbury, Greenbury o Hampel, del que fue nombrado su Presidente, D. Manuel Olivencia Ruiz, catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad de Sevilla.

En la Exposición de Motivos del acuerdo por el que se crea la Comisión Olivencia, el Gobierno señalaba que la necesidad de esta medida radicaba en la creciente política de privatizaciones y venta de sociedades públicas que se estaba sucediendo. Estos acontecimientos provocarían un considerable aumento en el número de accionistas minoritarios, lo que supondría la necesidad de proteger sus intereses ante eventuales conflictos no sólo con accionistas con participaciones más significativas o accionistas institucionales sino también con la dirección. Teniendo todo ello en consideración y con el objetivo “hacer que los Consejos sean auténticos dinamizadores de la vida de la empresa”, a esta Comisión se le encargó la ardua tarea de redactar un informe acerca de la problemática de los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas (*Informe sobre el Consejo de Administración*) para posteriormente elaborar un *Código de Buen Gobierno*¹⁴ de cumplimiento voluntario.

¹⁴ En un primer momento a este código se le dio el nombre de Código ético de Buen Gobierno, sin embargo, “[l]a Comisión tratando de huir de cualquier connotación moralizante decidió finalmente evitar la palabra “ética” y rotuló este documento con el más neutro título de Código de Buen Gobierno”

Para la elaboración del Informe sobre los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas se contó con la colaboración de la CNMV y se realizaron cuestionarios no sólo a las treinta y cinco sociedades del IBEX-35¹⁵¹⁶ sino también a organizaciones con intereses económicos, colegios profesionales o entidades académicas. Estos cuestionarios, junto con el estudio de los informes realizados con anterioridad sobre la materia, permitieron a la Comisión determinar cuáles eran las principales características de las sociedades cotizadas españolas, de sus Consejos de Administración o su estructura accionarial, así como sus diferencias con otros modelos extranjeros. Los datos obtenidos mostraron, por ejemplo, que la mayor parte de las sociedades cotizadas estaban en aquella época controladas por un socio mayoritario, que las remuneraciones de los consejeros eran desproporcionadas en comparación con su dedicación a la empresa, que apenas existían consejeros verdaderamente independientes o que no existían mecanismos eficaces para sustituir ni evaluar al Presidente.

Partiendo de esta información la Comisión elaboró un documento que vio la luz en 1998 cuyo título era *El Gobierno de las Sociedades*. En este documento estructurado en tres partes se recogían tanto el *Informe sobre el Consejo de Administración* como el *Código de Buen Gobierno* que se encomendó redactar a dicha Comisión, más conocido por el nombre de *Código Olivencia*.

En lo que respecta al Código, este recogía 23 recomendaciones de carácter voluntario destinadas preferentemente a las sociedades cotizadas. “Sin embargo, las recomendaciones estaban también indicadas para las sociedades que captaban recursos financieros en los mercados de capitales, aunque no cotizaran en bolsa” (García Coto y Blanco Diego, 2010:55). Entre estas sugerencias o recomendaciones, distintos académicos aciertan en destacar las siguientes:

- Que los cargos de Presidente y primer ejecutivo de la sociedad no coincidan en la misma persona.
- Que el Consejo de Administración esté integrado por un número razonable de consejeros independientes.

¹⁵ Todas las sociedades respondieron al cuestionario.

¹⁶ De las sociedades encuestadas, varias de ellas, ya disponían de códigos éticos o de conducta.

- Que los consejeros dominicales e independientes constituyan amplia mayoría sobre los ejecutivos.
- Que las sociedades prevean la obligatoriedad de la dimisión de los consejeros en supuestos afecten negativamente a la reputación de la sociedad.
- Que las remuneraciones de los consejeros se hagan públicas y que se ajusten a los rendimientos de la sociedad.
- Que la sociedad prevea en su normativa interna las obligaciones derivadas de los deberes generales de diligencia y lealtad de los consejeros, contemplando, en particular, la situación de conflictos de intereses y el deber de confidencialidad, la explotación de oportunidades de negocio y el uso de activos sociales.
- Que se arbitren medidas encaminadas a hacer más transparente el mecanismo de delegación de votos y a potenciar la comunicación de la sociedad con sus accionistas.
- Que el Consejo de Administración se responsabilice de suministrar a los mercados información rápida, precisa y fiable en lo que se refiera a estructura accionarial, modificaciones de las reglas de gobierno, y operaciones vinculadas de especial relieve.
- Que el Consejo de Administración incluya en su Informe Público Anual información sobre sus reglas de gobierno, razonando las que no se ajusten a las recomendaciones de este Código.

Por parte de la CNMV se recomendó, como se recogía en su Carta circular 11/1998 dirigida a los Presidentes de las Sociedades cotizadas en Bolsas de Valores, que se cumpliera lo contenido en el Código Olivencia adoptando un reglamento tipo del Consejo de Administración adaptado al Código y publicando un Informe Anual que detallara las reglas aplicadas y el grado de cumplimiento de las recomendaciones.

Como se ha podido comprobar gracias a estudios empíricos posteriores, entre ellos las encuestas de seguimiento que la CNMV realizó en 1999, 2000 y 2001, las recomendaciones del Código fueron adoptadas mayoritariamente por sociedades que carecían de accionistas mayoritarios y fueron escasas las empresas que siguieron el 100% de las recomendaciones, siendo las menos aplicadas las recomendaciones 13 (establecimiento de una edad límite para el desempeño del cargo de consejero) y 15 (transparencia en relación a la política de remuneraciones de los consejeros)

4.1.3 El Informe de la Comisión Aldama.

Tras finalizar su trabajo la Comisión Olivencia la OCDE aprobó en 1999 sus *Principles of Corporate Governance* a los que ya se ha hecho referencia con anterioridad. En ellos se recogían diferentes principios comunes de gobierno corporativo presentes en los países miembros de esta organización entre los que se encontraba España. La aprobación de estos principios junto con el escándalo financiero de Enron en el año 2000 generó en España una corriente que demandaba la actualización del Código Olivencia. Así, tras cuatro años, el 19 de julio de 2002 se crea la *Comisión Especial para la Transparencia y la Seguridad de los Mercados Financieros y Sociedades Cotizadas*, presidida por Don Enrique Aldama y más conocida como la *Comisión Aldama*.

Esta Comisión debía proponer modificaciones de la legislación vigente en España en aquel momento para mejorar la transparencia de las sociedades cotizadas. De esta forma, si bien en un primer momento se apostó por la *soft law*¹⁷ con el Informe Olivencia, la Comisión Aldama tenía como objetivo ir un paso más allá en materia de gobierno corporativo.

Pocos meses después de la creación de esta Comisión, concretamente el 8 de enero de 2003, se publica el *Informe de la Comisión Especial para la Transparencia y la Seguridad de los Mercados Financieros y Sociedades Cotizadas*, también conocido como el *Informe Aldama*. Este informe estructurado en seis secciones (Consideraciones Generales; El Principio de Transparencia y el Deber de Informar; El Principio de Seguridad y el Deber de Lealtad. Los Deberes de los Administradores; Los Órganos de Gobierno; Los Prestadores de Servicios Profesionales; y Alcance de las Presentes Recomendaciones) aboga por la continuidad en cuanto a las recomendaciones que recogía el Informe Olivencia, así, su contenido se centra fundamentalmente en la protección de los intereses de los accionistas si bien concediendo a las sociedades a quienes iba dirigido el Informe cierto margen de actuación. En palabras de Fernández (2004:108):

¹⁷ La expresión *soft law* surge en el contexto del derecho internacional describe la existencia de fenómenos jurídicos caracterizados por carecer de fuerza vinculante aunque con cierta relevancia jurídica.

El Informe, que trata de anclarse firmemente en el principio de libertad [...] busca conseguir un equilibrio entre una regulación que, por un lado, proteja los derechos de propiedad de los accionistas y, por otro, consiga la mayor cuota de autorregulación posible por parte de las empresas cotizadas, tanto para diseñar sus estrategias y políticas, cuanto para organizar el gobierno corporativo.

Este margen de actuación o autorregulación permitía a las empresas incorporar las recomendaciones que considerasen oportunas y en la forma que considerasen conveniente, bien en forma de código o principios de buen gobierno, bien a través de reglamentos específicos o incorporándolas a los Estatutos de la sociedad.

Sin embargo, pese a la idea de autorregulación que subyace en el Informe, la Comisión, sin olvidar la necesidad de proponer modificaciones de la legislación vigente en materia de gobierno corporativo, advierte en el Informe Aldama, sobre la idoneidad de transformar ciertas recomendaciones en mandatos contenidos en la ley. La utilización de la ley como medio para lograr una mejora sustancial en materia de gobierno corporativo se debe principalmente a que la credibilidad pública de las empresas españolas no puede depender únicamente “de la libre y voluntaria determinación de la empresa afectada” (García y Blanco, 2010:56). Fueron tres las recomendaciones más destacadas a estos efectos:

- La obligatoriedad del principio “cumplir o explicar”. De esta forma las sociedades que se aparten de las recomendaciones de buen gobierno deberán explicar razonablemente el por qué de dicha decisión.
- La determinación de forma detallada de los deberes de diligencia y lealtad.
- La obligatoriedad de formular disposiciones en materia de gobierno corporativo adaptadas a la realidad empresarial de cada sociedad.

En otro orden de cosas, el Informe Aldama también recogió una serie de recomendaciones que pretendían actualizar el Código Olivencia. Estas recomendaciones se basaron en la información obtenida por la Comisión acerca del impacto del Código Olivencia, información que evidenció no solo que el protagonismo de los accionistas minoritarios seguía siendo bastante escaso, sino también que la información ofrecida por las sociedades a los mercados sigue siendo insuficiente o que el control que ejercen los órganos de gobierno sobre los directivos de la empresa sigue siendo muy débil, entre

otros. Entre todas las recomendaciones propuestas en el Informe (muchas de ellas siguiendo la línea del Código Olivencia como mencionamos anteriormente), y teniendo presentes aquellas a las que hemos hecho referencia por recomendación como reforma legislativa, destacamos las siguientes por ser innovadoras con respecto al anterior Código:

- Publicidad de los pactos entre accionistas.
- Creación de una página web a disposición de los accionistas.
- Implantación de sistemas para posibilitar el voto electrónico y postal.

Al igual que ocurrió con las recomendaciones propuestas como reforma legislativa contenidas en este Informe y que se acabaron materializando en la Ley de Transparencia¹⁸ también conocida como la Ley Aldama, estas recomendaciones, junto con otras a las que no nos hemos referido por su similitud con las contenidas en el Código Olivencia, fueron tenidas en consideración por la CNMV a la hora de redactar su Circular 1/2004¹⁹ de aplicación obligatoria a partir de 2004 para todas las sociedades cotizadas.

4.1.4 El Código Unificado de Buen Gobierno o Código Conthe.

Por acuerdo de 29 de julio de 2005 el Gobierno crea el *Grupo especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* coordinado por Don Manuel Conthe, por aquel entonces Presidente de la CNMV. Este grupo especial integrado por miembros procedentes tanto de la Administración Pública como del sector privado tenía como misión asesorar a la CNMV en la armonización de las recomendaciones contenidas en los Códigos Olivencia y Aldama así como en la propuesta de recomendaciones complementarias a través de un *Código Unificado*.

El 18 de enero de 2006, el grupo de trabajo publicó un primer borrador del Código Unificado de Buen Gobierno con la intención de someterlo a la opinión pública hasta el

¹⁸ Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 25/1988, 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.

¹⁹ Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

28 de febrero de ese mismo año. Con ello la CNMV pretendía recoger los comentarios a las 72 recomendaciones propuestas de cara a elaborar el documento final antes del 31 de mayo de 2006.

Pese a la importancia que había adquirido con los años el movimiento a favor del buen gobierno, el borrador propuesto por la CNMV no fue bien acogido por las empresas a quienes iba dirigido²⁰. La principal crítica al documento cuyo objetivo era aportar mayor transparencia al mercado se centraba en su *carácter intervencionista*. Las empresas españolas, a pesar de la voluntariedad de aplicación de dichas recomendaciones (solo interferida por la ya obligación de cumplir o explicar) consideraban que las recomendaciones que contenía el borrador interferían en su autonomía de gestión.

Tras el periodo de consulta en que la CNMV recogió las sugerencias y críticas de empresas e instituciones financieras españolas, el 19 de mayo de 2006 Manuel Conthe emite un informe en el que aprueba y propone el *Código Unificado de Buen Gobierno*, más conocido como *Código Conthe*, y que deberá ser tenido en cuenta por primera vez por las sociedades cotizadas al presentar su Informe Anual de Gobierno Corporativo relativo al ejercicio 2007. El texto definitivo se publica unos días después, concretamente el 22 de mayo de 2006 y contiene 58 recomendaciones y 5 definiciones de las 72 que contenía el borrador inicial.

El Código Conthe se trata pues de una unificación y actualización de los Códigos Olivencia y Aldama a los que se suman recomendaciones no sólo europeas como las presentes en el Informe Winter (2002) sino también internacionales, entre las que figuran los principios publicados por la OCDE.

En lo que respecta a los principios que subyacen al contenido del Código, éste se fundamenta en la voluntariedad sometida al principio de “cumplir o explicar”²¹ y en el principio de generalidad, este último ligeramente suavizado en tanto que se habilita a las

²⁰ El Código Conthe “sólo está dirigido a sociedades cotizadas. No obstante, no cabe duda que las prácticas de buen gobierno que se reconocen lentamente permearán el tejido empresarial y será aplicado en mayor o menor medida por todas aquellas compañías que deseen tener una percepción del mercado, de la sociedad, de los inversores, razonablemente positiva y transparente en cuanto a su gestión.” (Solís-Céspedes, 2006:51)

²¹ Principio exigido por ley desde la aprobación de la Ley 26/2003 de Transparencia.

empresas cotizadas de menor tamaño a que no cumplan ciertas recomendaciones si les resulta oneroso.

En cuanto al contenido del Código, incluye como ya se ha mencionado 58 recomendaciones y 5 definiciones, agrupadas en cinco bloques: Estatutos y Junta General, Consejo de Administración, De los Consejeros, De las Retribuciones de los Consejeros; y De las Comisiones. Todas ellas pretenden mejorar la transparencia de las empresas de cara a que el inversor recupere la confianza perdida así como proteger al accionista minoritario frente a los accionistas mayoritarios e institucionales, objetivos recurrentes en el contenido de los anteriores Códigos y cuyo contenido ha ido ampliándose con el paso del tiempo.

En línea con los anteriores Códigos y dado que el principal objetivo del Código Conthe era la armonización, la mayoría de las recomendaciones vienen a repetir el contenido de las anteriores o a especificarlo, como ocurre por ejemplo en el caso de la composición de los Consejos de Administración, en tanto se hace referencia al número concreto de consejeros que debería tener (entre 7 y 15) y a la necesidad de que al menos un tercio sean independientes. Sin embargo, de entre todas las recomendaciones debemos destacar dos por lo novedoso de su regulación.

En primer lugar el Código Conthe introduce como recomendación la inclusión de mujeres en el Consejo de Administración de las empresas. Esta sugerencia de diversidad de género era algo totalmente novedoso en lo que se refiere a los códigos de buen gobierno españoles y en este sentido, la Ley 3/2007, de 22 de marzo, para la Igualdad Efectiva de Mujeres y Hombres, vino a apoyar tal recomendación.

En segundo lugar, y pese a que la figura del consejero independiente no era nada nuevo para las empresas españolas, lo novedoso de este Código a estos efectos estriba en la inclusión de una definición de los criterios para considerar a un consejero como verdaderamente independiente, de tal forma que no sea la sociedad quien a su arbitrio considere qué requisitos hacen independiente a un consejero.

Por último, y para terminar con este epígrafe, creemos relevante detenernos brevemente en el hecho de que el Código Conthe tal y como se refleja en el propio documento, “no

entra de forma sustantiva en el ámbito de la llamada RSC²², que afecta a las relaciones de las compañías con otros grupos de interés distintos de sus accionistas”. Mientras que el Informe Aldama, pese a que no concretaba exactamente el enfoque de la RSC a incluir en el gobierno corporativo, y lo dejaba a la libre decisión de la dirección, sí que dedicaba un alto en su informe a mencionar la importancia de un marco ético del gobierno corporativo en cuanto a la creación de valor en el largo plazo y las claves para conseguirlo; el Código Conthe no sólo no continúa con la ampliación de esta nueva línea de buen gobierno centrada en la RSC proponiendo recomendaciones dirigidas a tal efecto sino que mantiene, durante toda su redacción, un enfoque puramente shareholder suavizado exclusivamente por la referencia a la RSC como una política a adoptar por el Consejo de Administración.

4.2 EL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS EMPRESAS COTIZADAS

4.2.1 La necesidad de un nuevo código de buen gobierno: la experiencia del Código Conthe.

El Código Conthe, que nació en lo que podemos definir como los prolegómenos de la crisis económica iniciada en 2007, vino acompañado desde su fase de borrador de muchas críticas, habiéndose hecho referencia a algunas de las más importantes en párrafos anteriores²³. Sin embargo, ni los escándalos financieros que se han ido sucediendo a lo largo de la crisis, ni las polémicas iniciales que suscitó el Código Conthe fueron los únicos acontecimientos que hicieron que este Código se quedase obsoleto antes incluso de ponerse en marcha. Su grado de cumplimiento por parte de las empresas a quienes afectaba también ha tenido mucho que ver.

Tras la publicación del Código Conthe, la CNMV no dejó a su suerte a las empresas a quienes iba destinado el texto, sino que ha seguido muy de cerca su aplicación por parte de éstas. En 2008, dos años después de la publicación del Código, la empresas del IBEX-35 puntuaban por primera vez su grado de cumplimiento de la recomendaciones del Código y se asignaban, en media, una nada desdeñable nota de notable alto

22 Responsabilidad social corporativa, definida por la Comisión Europea como “la integración voluntaria por parte de las empresas, de las preocupaciones sociales y medioambientales en sus operaciones comerciales y sus relaciones con sus interlocutores”

23 Gran parte de las empresas del IBEX-35 mostraban su decepción en una documento dirigido a la CNMV en el que manifestaban que el Código contenía un “excesivo nivel de detalle” y un “tono imperativo” lo que se traducía en principios de desconfianza.

(Bankinter, BBVA, Indra, y Red Eléctrica se ponían las notas más altas frente a ACS, Unión Fenosa y Cintra que eran las menos “cumplidoras”). Pese a que estos datos comparados con los de ejercicios anteriores eran muy alentadores²⁴ (en un informe publicado por la CNMV en 2009 se recoge un nivel de seguimiento satisfactorio del 80,9 por 100 de las recomendaciones en 2007 al 84,9 por 100 en 2008) es necesario detenerse brevemente en los números para comprender cuál es la realidad que se esconde detrás de ellos.

Cabe decir en primer lugar que la autoevaluación de las empresas acerca de su propio grado de cumplimiento plantea dos inconvenientes que ensombrecen la veracidad de estos datos: la posibilidad de alegar *cumplimiento parcial* y la disparidad de criterio a la hora de entender por cada empresa cuándo una determinada recomendación se considera cumplida.

En cuanto a esto último el Código Conthe especifica que “[l]as sociedades cotizadas son libres de seguir o no las recomendaciones de buen gobierno, pero al informar sobre si las cumplen o no, deberán respetar el significado que este Código atribuye a los conceptos” Una de las principales novedades introducidas por el Código Conthe, y también una de las mayores críticas, fue la especificidad de sus términos, aclarados en forma de definición en cinco ocasiones, de ahí que el hecho de que las empresas se excusen en sus propias interpretaciones de las recomendaciones para considerarlas cumplidas, da una muestra del verdadero cumplimiento de las mismas, muy alejado de lo que alegan en sus “autoevaluaciones”.

Por otro lado, debemos hacer referencia a cuáles son las recomendaciones más cumplidas y cuales las menos de cara a hacernos una idea del efectivo grado de éxito en la implantación del Código Conthe.

La única empresa que afirmaba cumplir el 100 por 100 del Código en 2008 era Bankinter, partiendo de ahí, la mayoría de la empresas consultadas daban la espalda precisamente a las recomendaciones más criticadas cuando el Código Conthe fue publicada y que resultó, eran también las más novedosas: consejeros verdaderamente independientes, tamaño del Consejo y diversidad de género en el Consejo de

²⁴ Véanse a tal efecto las investigaciones de Gómez y Fernández (2003), Bilbao (2004), García y Gill de Albornoz (2004) y Bilbao y Rúa (2007).

Administración²⁵. No sólo es destacable que estas sean precisamente las recomendaciones más incumplidas sino que además esta realidad se ve empeorada por el hecho de que las pocas empresas que sí las cumplían eran quienes ya lo hacían incluso antes de la aprobación del Código Conthe.

A pesar de haber hecho un repaso general en comparación con otros estudios acerca de la aplicación por parte de las sociedades cotizadas españolas del Código Conthe en los años siguientes a su publicación, la conclusión es clara: pese a que las empresas admiten cumplir del media casi el 85 por 100 de las recomendaciones del Código, la realidad se aleja mucho de este dato en lo que respecta a la relevancia de las recomendaciones incumplidas. Así, el nivel de cumplimiento del Código puede decirse que “no ha servido para garantizar la excelencia que las grandes empresas del país pretenden transmitir” (Navas, 2013)

Retomando lo expuesto al principio de este epígrafe, el Código Conthe, pese a haber sido más aplicado cuantitativamente que sus predecesores los Códigos Olivencia y Aldama (CNMV, 2007), ha sido un Código que se ha quedado obsoleto no solo por la falta de eficacia de las recomendaciones más relevantes que contenía (transparencia o implicación de consejeros independiente), que han sido puestas en evidencia debido a los escándalos financieros ocurridos durante la crisis iniciada en 2007, sino también por la decepcionante actitud de la gran mayoría de las empresas españolas que terminan por “cumplir la letra de las recomendaciones y burlar su espíritu” (Conthe, 2008, citado por Casado y Delgado, 2008:1), lo que denota la finalidad formalista de cumplir por encima del verdadero objetivo que persiguen estas recomendaciones: crear valor para el accionista (Lara y Fernández, 2013:1)

En consonancia con todo lo anterior y pese a la revisión del documento que vio la luz en junio de 2013, y que eliminaba aquellas recomendaciones y definiciones que, desde entonces, habían sido recogidas en normas imperativas, el Código Conthe en su versión de junio de 2013 seguía siendo un documento necesitado de profundos cambios, lo que se acentuó con la publicación por parte de la Comisión Europea de un Plan de Acción

²⁵ En lo que respecta a la recomendación de diversidad de género en los Consejos de Administración, no solo es preocupante que sea una de las recomendaciones más incumplidas sino que además empresas que dicen seguirla no lo hacen.

que situaba nuestro Código en aún peor posición con respecto a los mínimos exigidos a nivel europeo.

La necesidad de un nuevo código de buen gobierno que actualizase el Código anterior se venía previendo desde el momento en que la crisis puso en evidencia la eficacia del Código Conthe, sin embargo, no fue hasta el nombramiento de Elvira Rodríguez como presidenta de la CNMV, cuando las labores de actualización del Código se aceleraron.

En mayo de 2013, Elvira Rodríguez, constituía la *Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo*, creada por Acuerdo del Consejo de Ministros el 10 de mayo de 2013 dentro del Plan Nacional de Reformas 2013. Esta Comisión tenía una doble misión muy en línea con los trabajos encomendados a la Comisión Aldama, por una parte se le encargó proponer reformas normativas que garantizaran las mejores prácticas de gobierno corporativo en las empresas españolas y por otro lado, prestar apoyo y asesoramiento a la CNMV en la modificación del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas. En palabras de la Vicepresidenta del Gobierno Soraya Sáenz de Santamaría, con la creación de esta Comisión, “se pretende la redacción de una nueva normativa para el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y administración de las empresas españolas y la generación de confianza y transparencia para con los accionistas e inversores nacionales y extranjeros”

Dicha Comisión contaba con un plazo de cuatro meses para remitir al Gobierno un análisis del marco normativo actual del gobierno corporativo en España, de cara a que éste, en los dos meses siguientes, aprobase las pertinentes reformas. En cuanto a la modificación del Código de Buen Gobierno, se le concedió a la CNMV un plazo adicional para revisar el Código y adaptarlo al panorama internacional en materia de gobierno corporativo, concretamente hasta enero de 2014. Sin embargo, estos plazos no se respetaron en lo que se refiere a ninguna de las dos cuestiones.

La primera de las demandas que se le hizo a la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo acerca de la propuesta de reformas normativas que garantizaran las mejores prácticas de gobierno corporativo en las empresas españolas se materializó con la reforma de la Ley de Sociedades de Capital que vio la luz en diciembre de 2014 a través de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, para la mejora del gobierno corporativo.

Para que el nuevo Código de Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas se publicara aún tuvieron que pasar unos meses más. Concretamente, el Código al que ya muchos han apodado *Código Rodríguez*, en referencia a la Presidenta de la CNMV Elvira Rodríguez, y en consonancia con los nombres que habían recibido anteriores códigos, se hizo público el pasado 24 de febrero tras haber sido aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV el 18 de febrero de 2015.

Es precisamente este Código el que nos disponemos a comentar brevemente en el siguiente epígrafe.

4.2.2 El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas: principales novedades.

El Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (en adelante CBGSC) fue publicado el 24 de febrero de 2015 tras haber sido aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV el 18 de febrero de 2015 tal y como ya se mencionó anteriormente. Este código sustituye al Código Conthe de 2006 actualizado en junio de 2013 y las sociedades a las que se dirige deberán tenerlo en cuenta a la hora de redactar su Informe Anual de Gobierno Corporativo a partir del ejercicio 2015 (que se remitirán a la CNMV en 2016).

Si bien el CBGSC sigue estando regido por el principio “cumplir o explicar”, una de las principales novedades que introducirá la aplicación Código, y que pretende corregir una de las críticas que se le hizo al anterior, es la redacción de una *Guía de buenas explicaciones* por parte de la CNMV ya que, en palabras del propio Código, “para el buen funcionamiento de este sistema, es importante que las explicaciones facilitadas por las sociedades en relación con las recomendaciones que no sigan sean adecuadas”. Además, los accionistas en Junta deberán ser informados de los motivos por los que la sociedad no cumple con los principios del Código, tarea que recae sobre el Presidente del Consejo de Administración de acuerdo con la Recomendación 3^a²⁶. Todo ello

²⁶ **Recomendación 3^a**

“Que durante la celebración de la junta general ordinaria, como complemento de la difusión por escrito del informe anual de gobierno corporativo, el presidente del consejo de administración informe verbalmente a los accionistas, con suficiente detalle, de los aspectos más relevantes del gobierno corporativo de la sociedad y, en particular:

- a) De los cambios acaecidos desde la anterior junta general ordinaria.
- b) De los motivos concretos por los que la compañía no sigue alguna de las recomendaciones del Código de Gobierno Corporativo y, si existieran, de las reglas alternativas que aplique en esa materia.”

pretende que “los accionistas, los inversores y el mercado en general, cuenten con suficiente información para valorar el proceder de la sociedad”, y es que, serán estos a quienes les corresponda valorar las explicaciones que dé la sociedad con respecto al grado de cumplimiento de las recomendaciones tal y como recoge el apartado I.3.2 del CBGSC.

En cuanto al formato del nuevo Código, éste difiere del de sus predecesores. De acuerdo con el texto del propio Código “[e]l Código de Gobierno Corporativo se ajusta a un nuevo formato que parte de distinguir e identificar los principios que, en cada caso, inspiran las recomendaciones de carácter concreto y específico”. Estos principios aparecen en el apartado II del Código, y son un total de 25, que a su vez inspiran 64 recomendaciones que se agrupan en tres apartados: Aspectos generales, Junta General de accionistas y Consejo de Administración. Entre estas 64 recomendaciones se encuentran presentes muchas de las recogidas en el Código Conthe, no obstante, se han introducido 23 nuevas y se han eliminado aquellas que han sido incorporadas a normas legales así como las definiciones que el antiguo Código incluía acerca de las distintas categorías de consejeros y que han sido incorporadas a la nueva Ley de Sociedades de Capital en su artículo 529 duodecies.

En lo que respecta al ámbito de aplicación del CBGSC, creemos más que conveniente reproducir aquí lo que el propio texto del Código sostiene en su apartado I.3.3.: “[e]l Código de Gobierno Corporativo está dirigido a las sociedades cotizadas, entendiendo por tales aquellas cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores” Sin embargo, pese a lo preciso de estas palabras, el Código especifica en el siguiente párrafo que, no obstante, las recomendaciones “están destinadas al conjunto de las sociedades cotizadas, con independencia de su tamaño y nivel de capitalización”. Existen a lo largo del texto recomendaciones de aplicación exclusiva para las sociedades cotizadas de mayor capitalización y otras que, pese a no ser exclusivas de éstas, pueden “resultar poco apropiadas o excesivamente onerosas para las empresas de menor tamaño”, y por ello se les excusa de su aplicación siempre que expliquen sus razones debidamente.

Como ya se ha mencionado, el CBGSC contiene un total de 64 recomendaciones entre las cuales figuran algunas de las contenidas en el Código Conthe y un total de 23 de

nueva creación. De entre todas ellas hemos considerado oportuno detenernos en las recomendaciones en materia de RSC y remuneraciones de los consejeros tanto por lo novedoso como por lo relevante de su regulación. Pese a detenernos únicamente en estos dos grupos de recomendaciones, el Código también hace referencia a materias como la diversidad de género²⁷ y la presencia de consejeros independientes en los Consejos continuando así con la líneas de actuación previamente abiertas por sus predecesores.

En primer lugar, debemos hacer referencia al apartado III.3.5. del Código que tiene por título “La Responsabilidad Social Corporativa”. Este apartado está contenido dentro del bloque que el CBGSC dedica al Consejo de Administración y es una de sus principales novedades. A pesar de estar formado únicamente por un principio que da pie a dos recomendaciones (R54 y R55), éste es un apartado de especial relevancia, puesto que es la primera vez, en lo que respecta a la trayectoria de los códigos de buen gobierno publicados en España, que se incluye en uno recomendaciones a este respecto.

Como ya mencionamos en el epígrafe relativo al Código Conthe, mientras que el Informe Aldama, a pesar de no recoger recomendaciones en materia de RSC sí que mencionaba la importancia de un marco ético del gobierno corporativo, el Código Conthe no contenía ninguna referencia a este respecto. Con el nuevo CBGSC esta línea de actuación se invierte y se dedica un apartado concreto del Código a este respecto, en que la RSC adquiere el protagonismo que se viene exigiendo desde años atrás por parte de mercado. Así, con base en el principio 24 según el cual “[l]a sociedad promoverá una política adecuada de responsabilidad social corporativa, bajo la responsabilidad del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados.”, las recomendaciones 54^a y 55^a sugieren lo siguiente:

- Que exista una política de RSC que incluya los principios o compromisos que la empresa asuma voluntariamente con los distintos grupos de interés, y que en ella se identifiquen, al menos, los objetivos de dicha política, la estrategia corporativa en materia de sostenibilidad, medio ambiente y cuestiones sociales y

²⁷ **Recomendación 14^a**

“(…) Y que la política de selección de consejeros promueva el objetivo de que en el año 2020 el número de consejeras represente, al menos, el 30% del total de miembros del consejo de administración.”

los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, la ética y la conducta empresarial, entre otros. (R54)

- “Que la sociedad informe, en un documento separado o en el informe de gestión, sobre los asuntos relacionados con la responsabilidad social corporativa, utilizando para ello alguna de las metodologías aceptadas internacionalmente.” (R55)

En segundo lugar, en lo que respecta a las novedades introducidas en materia de retribuciones de los consejeros, estas son especialmente relevantes dentro de las 64 recomendaciones que contiene el Código no tanto por la novedad de su inclusión en un código de buen gobierno como ocurría en el caso de la RSC sino porque, a pesar de que los anteriores códigos ya recogían recomendaciones a este respecto, el nuevo CBGSC profundiza en su contenido, estableciendo medidas novedosas e incorporando diversas recomendaciones propuestas por la Comisión Europea en esta materia.

Es en el último apartado del Código, el II.3.6. donde se recogen las recomendaciones en materia de remuneraciones de los consejeros. Partiendo del principio 25 conforme al cual “[l]a remuneración del consejo de administración será la adecuada para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos, con la intención de promover la consecución del interés social, incorporando los mecanismos precisos para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables.”, se desarrollan 9 recomendaciones (R56-R64). Entre las más relevantes cabe citar las siguientes:

- La R56, en línea con anteriores documentos, sugiere que la retribución de los consejeros sea “la necesaria para atraer y retener a los consejeros”, si bien finaliza añadiendo: “pero no tan elevada como para comprometer la independencia del criterio de los consejeros no ejecutivos”. La CNMV con esta recomendación sigue la línea de muchos expertos que, pese al máximo temporal de 12 años que se había establecido para la consideración de un consejero verdaderamente independiente, entendían que estos podían “perder” su independencia por sus elevadas retribuciones.

- En cuanto a la retribución variable y para asegurar que esta se reciba verdaderamente por el rendimiento profesional, se recomienda que el pago de una parte de la misma se difiera hasta comprobar que las condiciones de rendimiento se han cumplido (R59)
- La recomendación 63, una de las más novedosas en materia de retribuciones, recomienda que en los acuerdos contractuales con los consejeros se incluya una “cláusula de reembolso” conforme a la cual la sociedad pueda “reclamar el reembolso de los componentes variables de la remuneración cuando el pago no haya estado ajustado a las condiciones de rendimiento o cuando se hayan abonado atendiendo a datos cuya inexactitud quede acreditada con posterioridad”
- Por último, la recomendación 64, otra de las más novedosas, y la que probablemente sea más controvertida, aconseja que los pagos relativos a indemnizaciones por resoluciones de contrato no excedan de la retribución total anual equivalente a dos años de trabajo, y que no se abonen hasta que no se haya comprobado el cumplimiento de los criterios de rendimiento establecidos a tal efecto. Con esta recomendación, la última del apartado dedicado a la retribuciones de los consejeros y también la última del Código, se hace frente a una de las materias más discutidas a este respecto como son los blindajes de los consejeros de las empresas cotizadas.

Una vez analizadas las principales recomendaciones que el CBGSC incorpora, y pese a que su publicación aun es muy reciente como para que se puedan valorar correctamente sus aportaciones en materia de gobierno corporativo, pasamos a comentar brevemente las primeras reacciones tras su publicación.

4.2.3 Primeras reacciones al nuevo Código.

Pese a la reciente publicación del CBGSC (15 de febrero de 2015), las primeras reacciones al mismo no se han hecho esperar. Aun será necesario esperar hasta 2016 para conocer cuál es realmente su grado de cumplimiento por las sociedades cotizadas a las que se dirige, ya que las recomendaciones que contiene el Código deberán ser reflejadas en los Informes Anuales de Gobierno Corporativo del ejercicio 2015; sin embargo, ya son numerosos los organismos y profesionales que han “evaluado” este nuevo Código como sustituto del anterior.

Por su parte, el Instituto de Auditores Internos (IAI) considera que este Código “generará confianza y transparencia en los mercados” y, en declaraciones del 24 de febrero de 2015, se ha mostrado muy satisfecho a la espera de que “contribuya a la mejora del control interno y de la responsabilidad de las empresas españolas” En palabras de su presidente Ernesto Martínez: “alineamos a España con las mejores prácticas internacionales”.

John Scott, actual Presidente de KPMG España, KPMG en EMA y Vicepresidente Global de KPMG, en un artículo de opinión del diario El País publicado el 25 de febrero de 2015 con el título *El buen gobierno cotiza al alza*, considera que el nuevo CBGSC “supone un paso adelante para reforzar el papel de supervisión de los gestores por parte del consejo de administración y aclarar las responsabilidades de sus miembros, con recomendaciones concretas dirigidas a aumentar su efectividad” Asimismo reconoce que el nuevo texto avanza “en una cultura empresarial más enfocada en la creación de valor a largo plazo. Asuntos clave que preocupan no solo a los inversores institucionales sino también a la ciudadanía. Aspectos que estaban en la calle y que el parqué no podría desoir”. Valora también positivamente uno de los aspectos a los que se hizo referencia anteriormente como principal novedad introducida por el Código, en sus propias palabras: “[e]l desarrollo de las políticas de responsabilidad social corporativa como un elemento que conecta a las empresas con la sociedad a la que sirven o las recomendaciones dirigidas a los esquemas de remuneración de los consejeros y alta dirección servirán de palanca a muchas organizaciones para definir mejor su papel en la sociedad, estar mejor preparadas y ser más competitivas en un entorno cambiante, complejo e interconectado por el avance de la tecnología”

Por último, el Instituto de Estudios Bursátiles (IEB) durante un “desayuno informativo” celebrado el pasado 18 de marzo ha valorado el CBGSC como “un primer paso importante que posicionará la gobernanza de las empresas españolas al nivel de los estándares internacionales sobre la materia” Con respecto al ámbito de aplicación del Código así como al principio base de “cumplir o explicar”, Jorge Medina, Director del *Master in Responsible Banking* del IEB ha declarado que “[l]as grandes compañías estarán más expuestas a implementar la mayor parte de las recomendaciones porque los analistas, auditoras e inversores van a calificarla en función de este cumplimiento. En el caso de las pequeñas, podrán explicar qué medidas no puede trasponer evitando así

medidas excesivamente onerosas para su tamaño”, valorando así positivamente que se mantenga en carácter voluntario del texto. Por su parte, el profesor Enrique Pérez-Hernández y pPresidente del Consejo de Administración de Eurocofin, consideró que las nuevas recomendaciones introducidas en el CBGSC ayudarán a evitar “situaciones comprometidas en las que los consejeros no tienen una formación mínima relacionada con la actividad de la compañía, en la que puedan existir conflicto de intereses en relación al porcentaje accionario que representa o en la que los consejeros independientes o la mujeres tienen una presencia más bien testimonial”.

Pues bien, un mes después de la publicación del nuevo CBGSC, las primeras reacciones por parte de instituciones y profesionales de reconocido prestigio son alentadoras. Sin embargo, como hemos mencionado, aun será necesario esperar hasta 2016 para comprobar cuál es el verdadero comportamiento de las sociedades cotizadas en cuanto a la aplicación de dichas recomendaciones, así como seguir de cerca el comportamiento del mercado pues, después de todo, tal y como se recuerda en el propio Código, es a éste a quien le corresponde evaluar en buen gobierno de las sociedades.

5. CONCLUSIONES

El análisis de la evolución de los códigos de buen gobierno como herramienta para mejorar la eficacia y la transparencia empresarial nos ha llevado a conocer dos aspectos importantes en lo que respecta a la publicación de estos textos.

En primer lugar, los códigos de buen gobierno comienzan a publicarse en respuesta a las críticas que accionistas e inversores hacían a las sociedades cotizadas. Éstos, en una primera etapa, exigían al mercado mayor transparencia en la gestión empresarial y la efectiva protección de sus derechos como accionistas. Ello nos lleva a determinar que los códigos de buen gobierno son una *herramienta social*, no sólo porque están destinados proteger a los accionistas e inversores y a dotar de mayor transparencia al mercado, sino porque los primeros códigos se redactaron por instituciones como una herramienta útil para satisfacer lo que el mercado venía exigiendo.

En segundo lugar, en lo que respecta al contenido de los códigos de buen gobierno, éstos comenzaron siendo textos destinados casi exclusivamente a la protección del accionista. Contenían recomendaciones muy genéricas que iban destinadas, por un lado, a lograr una mayor transparencia en las sociedades, mediante la publicación de información útil y veraz, y por otro lado, a reducir al máximo los conflictos de interés entre accionistas y gestores mediante sugerencias acerca de la composición de los Consejos de Administración. Si bien estas dos líneas de actuación de los códigos de buen gobierno siguen siendo las principales en los textos publicados más recientemente, habiendo analizado cuál ha sido la evolución de los mismos, podemos concluir que el contenido de los códigos se ha ido *sofisticando* y ampliando con el paso del tiempo. Las recomendaciones han pasado de ser genéricas a ganar especificidad (p.e.: determinación del número de miembros que debería tener un Consejo), y se han incorporado nuevas recomendaciones que han adaptado el contenido de los códigos a la realidad social, como por ejemplo la diversidad de género en los Consejos de Administración o la RSC.

Podemos concluir por tanto que, tal y como ha quedado reflejado a lo largo del trabajo, los códigos de buen gobierno, además de una *herramienta social*, son también una *realidad dinámica* que necesita adaptarse a las exigencias de una sociedad cada vez más cambiante y globalizada.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Barber, T. (2014, 12 de junio). Para renovar España hay que mejorar el gobierno corporativo. *Expansión*.
 - [<http://www.expansion.com/2014/06/12/empresas/1402599861.html?a=1f9647f73d935bacb30444d391441bd7&t=1413814247>] Consultado en febrero de 2015.
- Borrego, A. y Francés, P. (2000). El gobierno de las sociedades cotizadas en España, *Papeles de Ética, Economía y Dirección* 5.
- Carbajales, M. (2003). Hacia un buen gobierno corporativo. *Revista Análisis Financiero*, 90 (número extraordinario sobre Corporate Governance), 89-98.
- Castresaoa, L.F. (2003). Spain moves on corporate governance. *International Financial Law Review* Vol.22, 43-45.
- Chivite, S. y Rodríguez, C. (2008). *Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código Unificado o Código Conthe*, II International Conference of Industrial Engineering and Industrial Management. XII Congreso de Ingeniería de la Organización, septiembre, Burgos.
- Comisión especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (1998). *El gobierno de las sociedades cotizadas*.
- Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas (2003). *Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas*.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015). *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*.
- Costa, M. y Mateu, R. (2010). Buen Gobierno Corporativo, Diálogo entre Accionistas y Reputación Coporativa, *Investigaciones y Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo 2010*.
 - [<http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/wpcontent/uploads/sites/87/2013/11/BuenGCDi%C3%A1logoEntreAccionistasYReputaci%C3%B3nC.pdf>]

- Fernández, D. (2015, 12 de febrero). Los directivos deberán devolver el bonus si no cumplen los objetivos. *El País*.
 - [http://economia.elpais.com/economia/2015/02/11/actualidad/1423681331_631595.html] Consultado en marzo de 2015.
- Fernández, D. (2015, 25 de febrero). Saltarse el código de buen gobierno no será tan fácil para las cotizadas. *El País*.
 - [http://economia.elpais.com/economia/2015/02/24/actualidad/1424807392_563582.html] Consultado en marzo de 2015.
- Fernández, J. (1996). El buen gobierno de la gran empresa, *Revista ICADE. La empresa* 39, 33-38.
- Fernández, J.L. (1999). Ethics and the Board of Directors in Spain: The Olivencia Code of Good Governance. *Journal of Business Ethics* 22, 233-247.
- Fernández, J.L. (2004). *Finanzas y ética. La dimensión moral de la actividad financiera y el Gobierno Corporativo* (pp. 95-113). Madrid: Publicaciones de la Universidad Pontificia Comillas.
- Fernández, R. (2011, 14 de abril). Principios éticos de nuestras empresas cotizadas. Nuestro Código de Buen Gobierno Corporativo. *Diario responsable*.
 - [<http://www.diarioresponsable.com/buen-gobierno/codigos/13562-principios-eticos-de-nuestras-empresas-cotizadas-nuestro-codigo-de-buen-gobierno-corporativo-.html>] Consultado en marzo de 2015.
- Ferruz, L., Marco, I. y Acero, I. (2010). Códigos de buen gobierno: un análisis comparativo. Especial incidencia en el caso español, *Aposta. Revista de ciencias sociales* 46.
 - [<http://www.apostadigital.com/revistav3/hemeroteca/sanjuan2.pdf>]
- Ferruz, L., Marco, I. y Acero, I. (2010). Evolución temporal de los códigos de buen gobierno en España. *Boletín Económico del ICE* 2948, 19-28.
- García, D.J. y Blanco, R. (2003). Códigos de Buen Gobierno en Europa y Estados Unidos. Especial referencia a los Códigos Olivencia y Aldama en España. *Revista Análisis Financiero*, 90 (número extraordinario sobre *Corporate Governance*), 49-62.
- García, L. (2014). Paso adelante en el buen gobierno de las sociedades, *Publicaciones Garrigues, Artículos 2014*.

- [<http://www.garrigues.com/es/Publicaciones/Articulos/Paginas/Paso-adelante-en-el-buen-gobierno-de-las-sociedades.aspx>]
- Gómez, S. y Fernández, E. (2003). La experiencia del Código Olivencia. *Revista Análisis Financiero*, 90 (número extraordinario sobre Corporate Governance), 63-72.
- González, S., López-Jorrín, A. y Martín, M. (2014). Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, *Publicaciones Garrigues, Comentarios 2015*.
 - [<http://www.garrigues.com/es/Publicaciones/Novedades/Paginas/Comentario-Gobierno-Corporativo-1-2015.aspx>]
- Grupo Especial de Trabajo (2006). *Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*.
- Hafner, P. (2014). El Gobierno Corporativo Español en el “Índice de Competitividad Global”, *Investigaciones y Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo 2014*.
 - [http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/wpcontent/uploads/sites/87/2013/11/EIGC_EspanolEnElIndiceDeCompetitividadMundial.pdf]
- Jiménez, M. y Delgado, C. (2008, 25 de mayo). Las empresas dan la espalda a los puntos clave del Código Conthe. *El País*.
 - [http://elpais.com/diario/2008/05/25/negocio/1211721265_850215.html]
Consultado en marzo de 2015.
- Lara, M. y Ferrándiz, L. (2013). Código de Buen Gobierno, ahora sí, *Publicaciones PWC* diciembre 2013.
 - [<https://www.pwc.es/es/servicios/gobierno-responsable/assets/tribuna-expansion-ahora-si-CUBG.pdf>]
- Leesing, J. (2009). The Checks and Balances of Good Corporate Governance, *Corporate Governance eJournal* 16.
 - [<http://epublications.bond.edu.au/cgej/16>]
- Lizcano, J.L. (2006). Buen gobierno y responsabilidad social corporativa, *Partida Doble* 182, 20-35. PD 06.11.02
- López, F.J. y Pereira, M.L. (2006). Análisis internacional de los códigos de buen gobierno, *Universia Business Review*, tercer trimestre 2006, 10-21.

- Mallin, C. (2003). Los Código de Buen Gobierno: la experiencia británica. *Revista Análisis Financiero*, 90 (número extraordinario sobre Corporate Governance), 73-80.
- Mateu, R. (2010). Buen Gobierno y Sociedades Mercantiles Estatales, *Investigaciones y Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo 2010*.
 - [[http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/wpcontent/uploads/sites/87/2013/11/Buen GobiernoYSociedadesMercantiles.pdf](http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/wpcontent/uploads/sites/87/2013/11/Buen_GobiernoYSociedadesMercantiles.pdf)]
- Melle, M. (2014, 23 de diciembre). Información y transparencia, claves del buen gobierno corporativo. *Agenda Pública, eldiario.es*.
 - [http://www.eldiario.es/agendapublica/impacto_social/Informacion-transparencia-claves-gobierno-corporativo_0_338067014.html] Consultado en febrero de 2015.
- Navas, J.A. (2013, 29 de enero). Bruselas promueve un nuevo código Conthe y exige que los salarios pasen por Junta. *El Confidencial*.
 - [<http://www.elconfidencial.com/economia/2013/01/29/bruselas-promueve-un-nuevo-codigo-conthe-y-exige-que-los-salarios-pasen-por-junta-113771>] Consultado en marzo de 2015.
- Puentes, R., Velasco, M. y Vilar, J. (2009). El buen gobierno corporativo en las sociedades cooperativas, *Revesco* 98, 118-140.
 - [<http://www.ucm.es/revesco>]
- Ruiz de Almirón, V. (2012, 6 de julio). La necesidad del buen gobierno corporativo. *ABC*.
 - [<http://www.abc.es/20120706/economia/abci-sociedades-cotizadas-renovarse-cnmv-201207052028.html>] Consultado en marzo de 2015.
- Salas, V. (2003). Los Deberes de los Administradores en el Buen Gobierno. *Revista Análisis Financiero*, 90 (número extraordinario sobre Corporate Governance), 11-20.
- Scott, J. (2015, 25 de febrero). El buen gobierno cotiza al alza. *Tribuna, El País*.
 - [http://elpais.com/elpais/2015/02/24/opinion/1424774623_177508.html] Consultado en marzo de 2015.
- Solis, J.L. (2006). El Código Conthe; claves del buen gobierno, *Estrategia Financiera* 231, 50-55.

- [<http://www.estrategiafinanciera.es>]
- Velasco, M., Puentes, R. y Vilar, J. (2010). El Código Unificado de Buen Gobierno: su nivel de seguimiento por empresas socialmente responsables. *Revista de Estudios Empresariales. Segunda época*, 2, 99-113.
- Vives, F. (2007). Past, present and future of corporate governance in Spain. *International Financial Law Review* Vol.26.