



# La gestión de los Proxy Advisors y su impacto en el buen gobierno corporativo



# La gestión de los Proxy Advisors y su impacto en el buen gobierno corporativo

Encuentro Privado<sup>1</sup>.

Working Paper 5.

04 de octubre de 2017

---

<sup>1</sup> Los encuentros privados, forman parte de la cartera de actividades que lleva a cabo del Global Corporation Center.

Este Centro ha sido fundado por EY Fundación España y el IE Business School. Los encuentros privados son:

- Eventos cerrados dirigidos a colectivos homogéneos.
- El objetivo es desarrollar Networking y profundizar en temas relevantes.
- Cada encuentro genera un "paper" de reflexión y resumen.
- Encuentros previstos.

Este Working Paper ha sido redactado en base a las intervenciones que, expertos sobre La gestión de los **Proxy Advisors** y su impacto en el buen gobierno corporativo, llevaron a cabo en el seno de la reunión realizada, el pasado día 04 de octubre del 2017, en el marco de un encuentro privado.

---

**Giuseppe Tringali**

Presidente del Global Corporation Center  
Vice Presidente de MEDIASET

---

**Miguel Ferré**

Vicepresidente del Global Corporation Center  
Senior Advisor de EY

---

**Thibaut Barsacq**

Associate Vice President ISS Institutional Shareholder Services

---

**Lourdes Centeno**

Socia de gobierno corporativo y de derecho societario de EY

---

**Coloma Armero**

Profesora IE Law School. Fusiones y adquisiciones

# Índice

Listado de ponentes	4
Introducción	9
1. Transparencia	10
· La transparencia y la eficacia empresarial.	
2. Tamaño del consejo de administración	14
3. La diversidad	15
4. La responsabilidad social corporativa	16
5. La Directiva 2017/828	18
6. La transparencia de los asesores de voto	20
· Artículo 3 undecies (Directiva (UE) 2017/828. Transparencia de los asesores de voto).	
7. Recomendaciones de Voto: Consideración de los criterios de inversores	22
8. Experiencia en Estados Unidos en la temporada de 2017	24
9. Economía española. Grado de internacionalización	25
10. Estandarización de las normas en materia de Gobierno Corporativo	28

11. Directrices de conducta empresarial responsable (Promoting Responsible Business Conduct)	32
12. Conducta Empresarial Responsable (Global Forum on Responsible Business Conduct)	34
• <i>Panel de apertura sobre las cadenas de suministro globales responsables (Responsible global supply chains) a través de la due diligence. Ángel Gurría.</i>	
• <i>Generación de inversión institucional responsable: enfoques operativos y regulatorios.</i>	
• <i>Puntos Nacionales de Contacto: ¿cómo impactan los casos de PNC en la Conducta Empresarial Responsable?</i>	
• <i>Lecciones de la agenda climática.</i>	
• <i>Conducta empresarial responsable y las empresas estatales (state-owned enterprises) (SOE).</i>	
• <i>Aceptación del RBC en las empresas.</i>	
• <i>Empleo responsable de trabajadores emigrantes.</i>	
• <i>Comparación de los enfoques de due diligence en materia de anticorrupción y derechos humanos.</i>	
• <i>Contribución a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) a través de RBC.</i>	
• <i>Desarrollo de un liderazgo responsable: el papel de las escuelas de negocios.</i>	
• <i>Desconexión responsable.</i>	
• <i>Herramientas innovadoras para promover finanzas responsables.</i>	
• <i>Usando la tecnología para la due diligence.</i>	
• <i>RBC e infraestructura.</i>	
13. Una acción, un voto	42
14. Estructura de los Consejos de Administración	45
15. Características de los distintos tipos de estructuras de Consejo de Administración	46
• <i>Sistema Monista. One-Tier Board.</i>	
• <i>Sistema Dualista. Two-Tier Board.</i>	
• <i>Estructura híbrida de Consejo de Administración. Hybrid Board Structure.</i>	
16. Consejos de Administración más comunes.	52
17. Consejeros Independientes. Independent Directors.	55

18. Gobierno Corporativo. Datos relevantes.	58
· <i>Tiempo máximo transcurrido (tenure) para que un consejero independiente pueda seguir siendo considerado como miembro del consejo.</i>	
· <i>Tamaño de los consejos y tiempo máximo transcurrido (tenure) para un consejero en las compañías cotizadas.</i>	
· <i>La diversidad entre los miembros del consejo.</i>	
19. La Directiva 2014/95/UE.	62
20. La figura del presidente	64
· <i>Separación del presidente del consejo y el CEO. El consejero independiente coordinador.</i>	
21. Las operaciones vinculadas. <i>Related Party Transactions</i>	68
22. Competencias de la junta de accionistas	74
· <i>Asistencia telemática o voto por medios de comunicación a distancia.</i>	
23. Desregulación	78
· <i>Cumplir o explicar ("comply or explain")</i>	
24. Contacto con los inversores institucionales	80
25. El rol de los <i>Proxy Solicitors</i>	82
26. Los estándares internacionales y la legislación española	84
27. ¿Es el asesor de voto el impulsor de ir por delante de la normativa y de las buenas prácticas de los códigos de buen gobierno de los países?	85
28. Conclusiones	87





## Introducción

En el mundo actual es importante conciliar la estricta regulación con un eficaz y eficiente buen gobierno corporativo. Este debe responder al mismo tiempo a las legislaciones nacionales, internacionales y a las leyes que regulan a los inversores y, por otra parte, también es necesario que mantenga la necesaria fluidez, flexibilidad y rapidez en la toma de decisiones en un entorno de negocio cada día más competitivo y cambiante.

# 1. Transparencia

Hay un concepto clave y es el de la “transparencia”. Los *Proxy Advisors* abogan por que se ofrezca más transparencia. Repasando las prácticas de las empresas españolas, no solamente las del año 2017, sino las de los cinco o seis años anteriores, se comprueba el altísimo nivel alcanzado por nuestras empresas en lo que a transparencia se refiere.

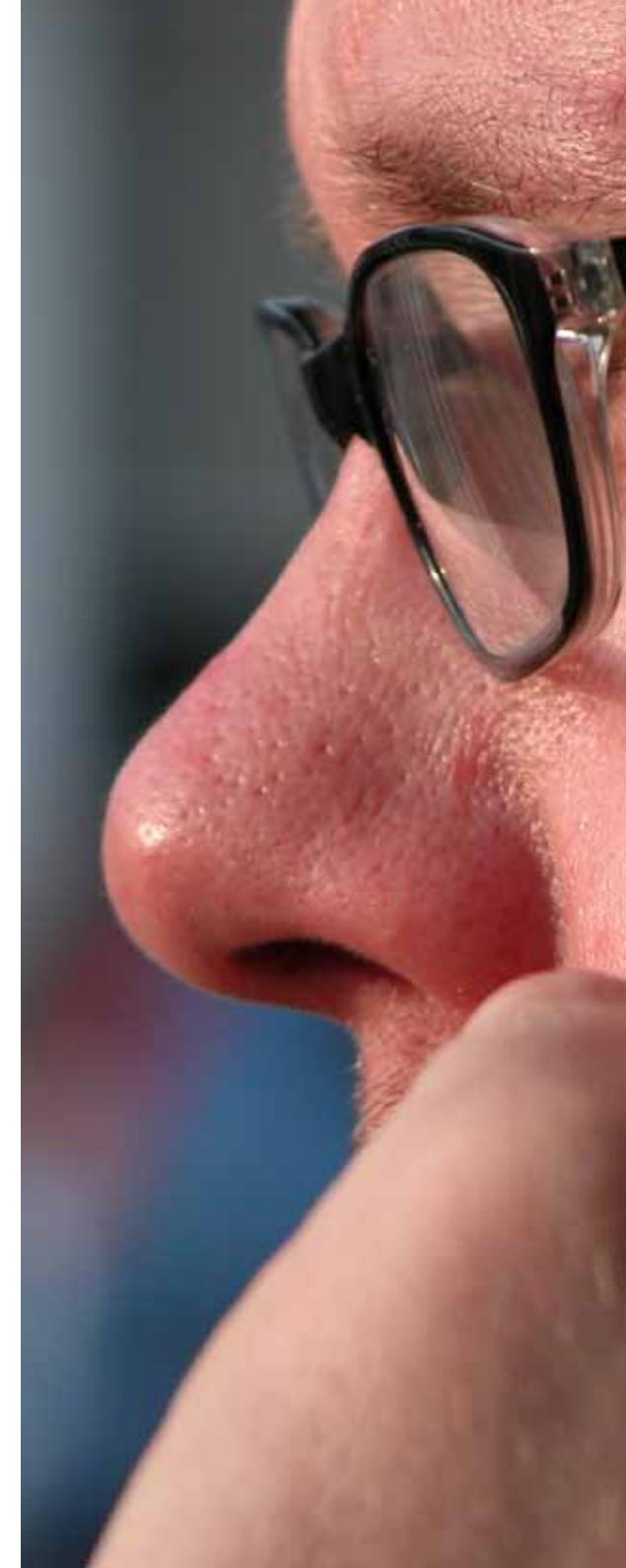
Hay que tener en cuenta que alcanzar este nivel de transparencia ha sido un proceso largo y las normas que se han implementado tienen un papel predominante. En el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas publicado el 24 de febrero de 2015, tras haber sido aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV el 18 de febrero de 2015,<sup>2</sup> se establece:

*El convencimiento generalizado de la importancia que tiene que las sociedades cotizadas sean gestionadas de manera adecuada y transparente como factor esencial para la generación de valor en las empresas, la mejora de la eficiencia económica y el refuerzo de la confianza de los inversores.*

*Todo ello, para conseguir los objetivos, de generar confianza y transparencia para los accionistas e inversores nacionales y extranjeros; de mejorar el control interno y la responsabilidad corporativa de las empresas españolas, y de asegurar la adecuada segregación de funciones, deberes y responsabilidades en las empresas, desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor<sup>3</sup>.*

<sup>2</sup> Este 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. 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. Universidad de Comillas. Madrid. 2015

<sup>3</sup> I.1 El Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas





En relación con la Transparencia, el estudio de EY “Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del Gobierno Corporativo. Noviembre 2017”<sup>4</sup>, pone de manifiesto los siguientes aspectos:

1. Realizar un diagnóstico de la situación actual de la empresa en materia de Gobierno Corporativo es fundamental porque contribuye a identificar las áreas de mejora que redundarán en un incremento en la capacidad de dar valor y sostenibilidad a la actividad de la compañía. Asimismo, es garantía de resultados, transparencia y seguridad jurídica.
2. El objetivo de mejorar la información corporativa de la compañía no sólo es clave para ayudar en la toma de decisiones, sino que también contribuye a aportar transparencia y poner en valor la actuación de la organización, desde una perspectiva financiera y no financiera.
3. La Ley de Sociedades de Capital, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, el Código Penal y la Ley de Auditoría han dotado de mayor transparencia a la actividad profesional de los consejeros.
4. Al mismo tiempo, hay un aumento del interés público alrededor de las políticas fiscales de los grupos internacionales, demandándose cada vez una mayor transparencia en este ámbito, que parece se mantendrá al alza en los próximos ejercicios.

---

<sup>4</sup> Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del Gobierno Corporativo. Noviembre 2017. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ocho-claves-a-tener-en-cuenta-en-la-gestion-del-gobierno-corporativo/\\$File/ey-ocho-claves-a-tener-en-cuenta-en-la-gestion-del-gobierno-corporativo.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ocho-claves-a-tener-en-cuenta-en-la-gestion-del-gobierno-corporativo/$File/ey-ocho-claves-a-tener-en-cuenta-en-la-gestion-del-gobierno-corporativo.pdf)



El concepto de Transparencia se recoge ampliamente en diferentes principios y recomendaciones del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas<sup>5</sup>.

La legislación mercantil<sup>6</sup> ya ha incorporado normas que (i) exigen la necesaria adecuación de los sistemas de remuneración a la importancia de la sociedad, su situación económica en cada momento y los estándares de mercado; (ii) establecen un procedimiento para su determinación y aprobación que prevenga el eventual conflicto de intereses de los participantes en la adopción de las decisiones; y (iii) garantizan la transparencia de la remuneración de los consejeros<sup>7</sup>.

---

5 II Principios  
II.2 Junta general de accionistas  
II.3 Consejo de administración  
III Recomendaciones  
III.1 Aspectos generales. III.1.1 Limitaciones estatutarias  
III.1.3 Información sobre el seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo  
Principio 3:  
III.1.4 Reuniones y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto  
Principio 4:  
III.1.5 Ejercicio de la facultad delegada de emisión de acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente  
Principio 5:  
III.2 Junta general de accionistas.  
III.2.1 Transparencia informativa y voto informado  
Principio 6:  
III.2.2 Asistencia y participación en la junta general de accionistas  
Principio 7:  
III.3.2 La estructura y composición del consejo de administración  
III.3.2.2 Composición del consejo de administración  
III.3.5 La responsabilidad social corporativa  
Principio 24:  
III.3.6 Remuneraciones de los consejeros

6 Artículos 217 a 219 y 529 sexagesimas a 529 novocedidas de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

7 III.3.6 Remuneraciones de los consejeros



## La transparencia y la eficacia empresarial

El estudio de Irene San Martín García<sup>8</sup>, sobre la evolución de los códigos de buen gobierno como herramienta para mejorar la eficacia y la transparencia empresarial, cuya culminación nos ha llevado al análisis del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2015, nos da a conocer dos aspectos importantes:

- En una primera etapa, los códigos de buen gobierno exigían y dotaban al mercado de mayor transparencia en la gestión empresarial mediante la efectiva protección de sus derechos a inversores y accionistas.
- Un segundo aspecto a considerar es que los códigos de buen gobierno, que 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.

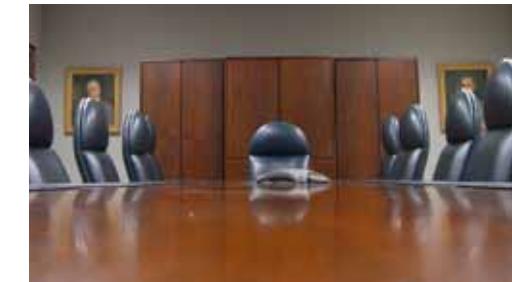
Si bien estos dos aspectos de los códigos de buen gobierno siguen siendo muy importantes, el contenido de los mismos se ha ido sofisticando y ampliando.

## 2. Tamaño del consejo de administración

Las recomendaciones han pasado de ser genéricas a ganar especificidad.

En el principio 10 del Código de Buen Gobierno de 2015 se recoge:

Así, el consejo de administración debe contar con la dimensión adecuada para desempeñar eficazmente sus funciones con la suficiente profundidad y contraste de opiniones. Por ello, sigue pareciendo aconsejable que el tamaño del consejo de administración se sitúe entre cinco y quince miembros.



Por su parte, la determinación del número de miembros que debería tener un Consejo, de acuerdo con el artículo 242 de la Ley de Sociedades de Capital<sup>9</sup> debería ser:

Artículo 242. Composición.

1. El consejo de administración estará formado por un mínimo de tres miembros. Los estatutos fijarán el número de miembros del consejo de administración o bien el máximo y el mínimo, correspondiendo en este caso a la junta de socios la determinación del número concreto de sus componentes.
2. En la sociedad de responsabilidad limitada, en caso de consejo de administración, el número máximo de los componentes del consejo no podrá ser superior a doce.

Se han incorporado nuevas recomendaciones que han adaptado el contenido de los códigos a la realidad social. Por ejemplo: la **diversidad** en los Consejos de Administración o la **RSC**.

<sup>9</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

### 3. La diversidad

El consejo de administración tendrá la dimensión precisa para favorecer su eficaz funcionamiento, la participación de todos los consejeros y la agilidad en la toma de decisiones. La política de selección de consejeros promoverá la diversidad de conocimientos, experiencias y género en su composición<sup>10</sup>.

La diversidad también se recoge en la Ley de Sociedades de Capital:

Artículo 529 bis.

2. El consejo de administración deberá velar por que los procedimientos de selección de sus miembros favorezcan la diversidad de género, de experiencias y de conocimientos y no adolezcan de sesgos implícitos que puedan implicar discriminación alguna y, en particular, que faciliten la selección de consejeras.



---

10 III.3.2.1 Tamaño, diversidad y política de selección de consejeros. Principio 10. II.3 Consejo de administración. Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. 2015

## 4. La responsabilidad social corporativa

Principio 24: La sociedad promoverá una política adecuada de responsabilidad social corporativa, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados.<sup>11</sup>

Artículo 529 ter. Facultades indelegables. (Ley de Sociedades de Capital)

1. El consejo de administración de las sociedades cotizadas no podrá delegar las facultades de decisión a que se refiere el artículo 249 bis ni específicamente las siguientes:

a) La aprobación del plan estratégico o de negocio, los objetivos de gestión y presupuesto anuales, la política de inversiones y de financiación, la política de responsabilidad social corporativa y la política de dividendos.

Los códigos de buen gobierno reflejan una *realidad dinámica* por ello, necesitan adaptarse a las exigencias de una sociedad cada vez más cambiante y globalizada donde la transparencia es, cada vez, más importante, porque facilita el aumento de la confianza en el mercado por parte de los inversores. Sin confianza, los inversores tienen dificultades para entender lo que hacen las empresas.

Como colofón, es preciso hacer una aproximación a la realidad de la aplicación del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Para ello nos apoyaremos en el estudio realizado por el equipo de gobierno corporativo de EY<sup>12</sup>:

*En España, las reformas que se hicieron con la Ley 31/2014 de Sociedades de Capital y en el último Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas nos han situado, desde el punto de vista de su posible aplicación, en un nivel muy avanzado respecto a otros países de Europa.*

11 Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. 2015

12 EY-Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del gobierno corporativo. Noviembre 2017. Analizar el posicionamiento en Gobierno Corporativo

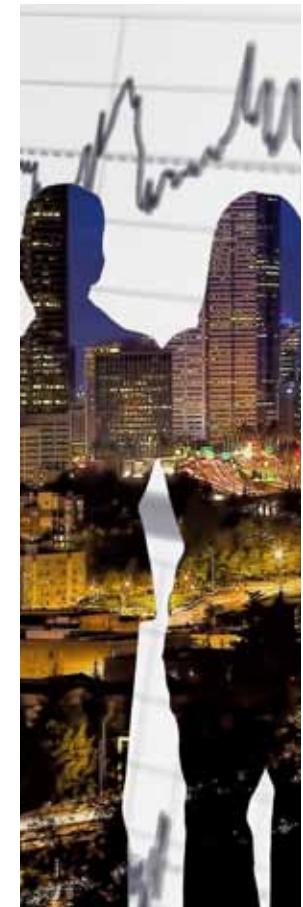




*El esfuerzo considerable que han tenido que acometer las empresas españolas para adaptarse a las nuevas exigencias resultantes quedó constatado en el Informe anual de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de la CNMV, correspondiente al ejercicio 2016, en el que el 37% de las compañías aseguraron haber seguido cerca del 90% de las recomendaciones.*

*Realizar un diagnóstico de la situación actual de la empresa en materia de Gobierno Corporativo es fundamental porque contribuye a identificar las áreas de mejora que redundarán en un incremento en la capacidad de dar valor y sostenibilidad a la actividad de la compañía. Asimismo, es garantía de resultados, transparencia y seguridad jurídica. Además, es un criterio de valoración para la comunidad financiera, un elemento clave para el regulador y el supervisor e incide en el posicionamiento público de las compañías.*

*En este sentido, un 97%<sup>13</sup> de los inversores institucionales ha llegado a cancelar o reconsiderar una inversión ante un marco insuficiente de Gobierno Corporativo, tal y como recoge un reciente informe de EY.*



<sup>13</sup> EY demanda consejeros externos en todas las empresas públicas. Madrid 23 NOV 2017. [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/11/22/companias/151374787\\_739876.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/11/22/companias/151374787_739876.html)

## 5. La Directiva 2017/828

Es importante abordar la Directiva 2017/828 que se adoptó en mayo del año 2017<sup>14</sup>.

*En las modificaciones introducidas por la Directiva 2017/828, se destacan la referencia al establecimiento de «requisitos específicos con el fin de fomentar la implicación de los accionistas, en particular a largo plazo» (art. 1.1). Y se señala que tales requisitos específicos afectan a las siguientes cuestiones:<sup>15</sup>*

- 1) *La identificación de los accionistas (art. 3 bis)*
- 2) *La transmisión de información (art. 3 ter)*
- 3) *La facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas (art. 3 quater)*
- 4) *La transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto (arts. 2 octies a 3 undecies)*
- 5) *La remuneración de los administradores (arts. 9 bis y 9 ter)*
- 6) *Las operaciones con partes vinculadas (art. 9 quater)*



De acuerdo con lo expuesto por Alex Plana Paluzie<sup>16</sup>

*La Directiva 2017/828 de 17 de mayo de 2017 modifica la Directiva 2007/36/CE, respecto al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. El objetivo de esta regulación es, básicamente, promover un mayor interés y seguimiento de los accionistas de sociedades cotizadas en la compañía, y, especialmente, de los accionistas (inversores) institucionales.*

14 Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017

15 Alberto Díaz Moreno Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Sevilla

16 <http://www.leyesyjurisprudencia.com/2017/10/directiva-2017828-de-17-de-mayo-de.html>



Con esta directiva se busca reducir el cortoplacismo de los inversores, que provoca una asunción excesiva de riesgos. Este cortoplacismo tiene especial interés cuando quien asume el riesgo es un gestor de fondos, debido a que se dispone de ahorros de terceros y, a su vez, se puede afectar la gestión y rendimiento empresarial de la participada.

En materia de gobierno corporativo, durante los últimos años tanto la desvinculación de los socios en el funcionamiento de la empresa, como la aparición de cada vez más intermediarios en la titularidad de acciones cotizadas, ha dado lugar al problema del llamado voto vacío<sup>17</sup> e incluso de desconocimiento por parte de la sociedad sobre quiénes son sus accionistas. El riesgo de esta situación es tanto el absentismo en las juntas generales, como la disociación de la condición del socio de los derechos económicos (generando conflictos de interés).

En relación con el problema de identificación de los accionistas de sociedades cotizadas, los estados miembros deberán aprobar mecanismos que les garanticen identificar a sus accionistas. En este sentido, el legislador de cada Estado miembro podrá decidir si esta facultad de las sociedades cotizadas aplica en todo caso, o solo cuando el porcentaje del accionista alcance un determinado mínimo, que no podrá ser superior al 0,5%. Si bien el deber de identificar a los accionistas en la normativa española ya se contempla en el art. 497 de la ley 31/2014<sup>18</sup> y el RD 878/2015<sup>19</sup> de 2 octubre, con esta directiva se amplía su alcance.

17 [http://eprints.ucm.es/23794/1/Reflexiones\\_sobre\\_la\\_aplicaci%C3%B3n\\_de\\_la\\_instituci%C3%B3n\\_del\\_voto\\_vac%C3%ADo\\_en\\_las\\_SL\\_%28final%29.pdf](http://eprints.ucm.es/23794/1/Reflexiones_sobre_la_aplicaci%C3%B3n_de_la_instituci%C3%B3n_del_voto_vac%C3%ADo_en_las_SL_%28final%29.pdf)

18 Treinta. Se da nueva redacción al artículo 497 que queda redactado en los siguientes términos: «Artículo 497. Derecho a conocer la identidad de los accionistas. Ley 31/2014

19 Artículo 23. Suministro de datos a las entidades emisoras sobre la identidad de sus accionistas

## 6. La transparencia de los asesores de voto

En la Directiva 2017/828 figuran por primera vez los asesores de voto<sup>20</sup>. Por ello, *ISS*, *Glass Lewis*, o cualquier otro proxy advisor están, asimismo, sometidos a exigencias de transparencia<sup>21</sup>.

En el Artículo 3 undecies (Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017) se detallan los requerimientos de transparencia de los asesores de voto.

Artículo 3 undecies (Directiva (UE) 2017/828. Transparencia de los asesores de voto.

1. Los Estados miembros garantizarán que los asesores de voto hagan referencia pública al código de conducta que apliquen e informen sobre su aplicación.
2. Cuando los asesores de voto no apliquen ningún código de conducta, explicarán el motivo de manera clara y razonada. Cuando los asesores de voto apliquen un código de conducta, pero se aparten de alguna de sus recomendaciones, harán constar qué partes no están siguiendo, darán explicaciones sobre los motivos e indicarán, en su caso, las medidas alternativas adoptadas.
3. La información a que se refiere el presente apartado se hará pública de forma gratuita en los sitios web de los asesores de voto y será actualizada anualmente.



<sup>20</sup> Muchos inversores institucionales y gestores de activos utilizan los servicios de los asesores de voto consistentes en investigar, asesorar y recomendar cómo votar en las juntas generales de las sociedades cotizadas. Si bien los asesores de voto desempeñan un papel importante en lo que respecta al gobierno corporativo contribuyendo a reducir los costes de los análisis relativos a la información de las sociedades, también pueden tener una influencia considerable en el comportamiento de los inversores respecto del voto. En particular, los inversores con carteras muy diversificadas y muchas acciones de sociedades extranjeras recurren más a recomendaciones en materia de voto. Apartado 25. Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017

<sup>21</sup> Dada su importancia, los asesores de voto deben estar sujetos a requisitos de transparencia. Los Estados miembros deben garantizar que los asesores de voto que estén sujetos a un código de conducta informen efectivamente sobre su aplicación de dicho código. Asimismo, deben revelar determinados datos esenciales relacionados con la preparación de su investigación, asesoramiento y recomendaciones de voto y cualquier conflicto de intereses real o potencial o relación empresarial que pueda influir en la preparación de la investigación, el asesoramiento y las recomendaciones de voto. Esta información debe permanecer públicamente disponible por un período de por lo menos tres años para permitir a los inversores institucionales elegir los servicios de los asesores de voto teniendo en cuenta su rendimiento en el pasado. Apartado 26. Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017

4. Los Estados miembros garantizarán que los asesores de voto, a fin de que sus clientes estén debidamente informados de la exactitud y fiabilidad de sus actividades, publiquen cada año como mínimo toda la información que figura a continuación sobre la preparación de sus investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto:
  - a) Las características esenciales de los métodos y los modelos aplicados.
  - b) Las principales fuentes de información utilizadas.
  - c) Los procedimientos implantados para garantizar la calidad de las investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto y la cualificación del personal destinado a esa función.
  - d) Si, y en tal caso cómo, tienen en cuenta las condiciones del mercado, jurídicas, normativas y específicas de la sociedad nacionales.
  - e) Las características esenciales de las políticas de voto que aplican a cada mercado.
  - f) Si mantienen diálogos con las sociedades que son objeto de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y con los interesados de la sociedad, y, en tal caso, su alcance y su naturaleza.
  - g) La política relativa a la prevención y a la gestión de conflictos de intereses potenciales.
5. La información a que se refiere el presente apartado se pondrá a disposición del público en los sitios web de los asesores de voto y permanecerá disponible de forma gratuita durante un período mínimo de tres años a partir de la fecha de publicación. No será necesario presentar esa información por separado cuando ya se halle disponible por haber sido revelada en virtud del apartado 1.
6. Los Estados miembros garantizarán que los asesores de voto determinen y comuniquen sin demora a sus clientes cualquier conflicto de intereses real o potencial o cualquier relación empresarial que puedan influir en la preparación de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y las medidas adoptadas para eliminar, reducir o gestionar los conflictos de intereses reales o potenciales.
7. El presente artículo se aplica asimismo a los asesores de voto que no tienen su domicilio social ni su establecimiento principal en la Unión y realizan sus actividades a través de un establecimiento situado en la Unión.

La industria de asesoría proxy, desde hace mucho tiempo ha hecho su proceso de actualización de voto público, transparente y abierto. Es normal que publiquen su política de voto en su página web<sup>22</sup>, a disposición de cualquier actor en el mercado. Las agencias de asesoramiento proxy cumplen con los objetivos y las obligaciones de la Directiva 2017/828. Esta directiva se debe trasponer en el orden jurídico de cada país y, concretamente, en España. El período que disponen los Estados miembros para trasponer la Directiva vence el 10 de junio de 2019. La transposición de esta Directiva 2017/828 supondrá un paso más a las modificaciones ya introducidas como consecuencia de la anterior Directiva 2007/36/CE, que dio lugar a la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de Reforma Parcial de la Ley de Sociedades de Capital.

---

22 <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/iss-global-voting-principles/>

## 7. Recomendaciones de Voto: Consideración de los criterios de inversores

Los asesores de voto aplican en los informes que remiten a sus clientes un denominador común, teniendo en cuenta las especificidades locales. Por su parte, los clientes aplican su propia política de voto, que pueden ser mucho más estrictas o mucho más indulgentes que la del *Proxy Advisor*. El asesor de voto parte de la base de que, cada inversor, tiene su visión y este puede considerar que su visión es la mejor. Evidentemente el *Proxy Advisor* siempre respeta la posición del inversor.

Las opiniones y visiones de los inversores institucionales son consideradas tanto por las empresas cotizadas como por los asesores de voto.

Los inversores institucionales han influido, en general, en el gobierno corporativo internacional y, en particular, en el gobierno corporativo español. Las opiniones y visiones de los inversores institucionales son tenidas en cuenta tanto por las empresas cotizadas como por los asesores de voto.

En este sentido, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) aprobó, el 18 de febrero de 2015, el nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (“CBG 2015”), con objeto de que las sociedades cotizadas españolas cumplan con los siguientes objetivos:

- a) Velar por el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y administración para conducirlas a las máximas cotas de competitividad.
- b) Generar confianza y transparencia para los accionistas e inversores nacionales y extranjeros.
- c) Mejorar el control interno y la responsabilidad corporativa de las empresas españolas.
- d) Asegurar la adecuada segregación de funciones, deberes y responsabilidades en las empresas, desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor.

Respecto de la política de *política de comunicación y contactos con accionistas*, el Código de buen gobierno, en su recomendación número 4, establece:

*Que la sociedad defina y promueva una política de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto que sea plenamente respetuosa con las normas contra el abuso de mercado y dé un trato semejante a los accionistas que se encuentren en la misma posición.*

*Y que la sociedad haga pública dicha política a través de su página web, incluyendo información relativa a la forma en que la misma se ha puesto en práctica e identificando a los interlocutores o responsables de llevarla a cabo.*



De acuerdo con lo anterior, contar con un departamento ligado al gobierno corporativo o que las tareas del gobierno corporativo estén compartidas entre varios departamentos, es algo positivo. También es recomendable sostener encuentros periódicos con los asesores de voto, en particular, en fechas próximas a la junta de accionistas y, al menos, una vez al año fuera de la temporada de juntas. Es muy importante, dialogar con los inversores, quienes son al fin y al cabo los que deciden qué se vota. El papel del asesor de voto se limita a hacer recomendaciones, pero el voto es ejercido por los inversores institucionales.

En relación con la política de comunicación, se destaca lo siguiente:

Artículo 36. Relaciones con los accionistas<sup>23</sup>.

1. Los consejeros serán periódicamente informados de los movimientos en el accionariado y de la opinión que los accionistas significativos, los inversores y las agencias de calificación tengan sobre la sociedad y el grupo.
2. El Consejo de Administración, en su condición de vehículo de enlace entre la propiedad y la gestión, arbitrará los cauces adecuados para conocer las propuestas que puedan formular los accionistas en relación con la gestión de la sociedad. El Consejo de Administración definirá y promoverá una política de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto que sea plenamente respetuosa con las normas contra el abuso de mercado y dé un trato semejante a los accionistas que se encuentren en la misma posición.
  - a. El Consejo de Administración, por medio de algunos de sus consejeros y con la colaboración de los miembros de la alta dirección que se estimen pertinentes, podrá organizar reuniones informativas sobre la marcha de la sociedad y de su grupo con los accionistas que residan en las plazas financieras más relevantes de España y de otros países.
  - b. El Consejo de Administración establecerá igualmente los mecanismos adecuados de intercambio de información regular con los inversores institucionales que formen parte del accionariado de la sociedad.
  - c. El Consejo de Administración promoverá la participación informada de los accionistas en las Juntas Generales de Accionistas y adoptará cuantas medidas sean oportunas para facilitar que la Junta General de Accionistas ejerza efectivamente las funciones que le son propias conforme a la ley y a los estatutos sociales.

---

23 Política de información, comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto de Telefónica, S.A.

## 8. Experiencia en Estados Unidos en la temporada de 2017

En el centro para Estudios de Consejo de EY (EY Center for Board Matters)<sup>24</sup>, se ha analizado la experiencia en Estados Unidos en la temporada de 2017 (*2017 proxy season review*)<sup>25</sup>. En resumen, este informe recopila y analiza los datos de gobierno corporativo de más de 3.000<sup>26</sup> empresas cotizadas de los EE. UU a través de su base de datos de gobierno corporativo.

De este informe se pueden extraer las siguientes ideas:

1. La **diversidad** de los consejos de administración y la **igualdad salarial entre géneros** han sido temas clave en el 2017.
2. Los inversores y los consejos de administración reconocen la **diversidad** como un factor crítico para mejorar la eficacia del consejo y el **talento corporativo**.
3. De forma creciente, la **sostenibilidad medioambiental** también se encuentra en el centro de atención. Muchos inversores tienen en cuenta los enfoques de las empresas en la gestión del riesgo climático a través de la óptica de la creación de valor de largo plazo.
4. Poco más de la mitad de los 55 inversores que participaron en la investigación de EY antes de la temporada de proxy incluyó la **diversidad**, particularmente la **diversidad de género**, como prioridad de la junta en 2017. Las propuestas que piden a las juntas que informen e incrementen su **diversidad** se encuentran entre las principales propuestas de accionistas presentadas este año. En 2017, solo el 19%, de los consejeros de S & P 1500, eran mujeres.
5. Otras cuestiones que también apunta este informe, es la existencia de **estructuras de voto que dan derechos desiguales**<sup>27</sup> a los titulares de uno u otro tipo de título. **Esta situación se rechaza claramente** por parte de los inversores, que esperan que las empresas entren a cotizar con una estructura de “**una acción, un voto**” o con mecanismos significativos para desmantelar, en un tiempo limitado, la diferencia en derechos de voto.

24 <http://www.ey.com/gl/en/issues/governance-and-reporting/center-for-board-matters>

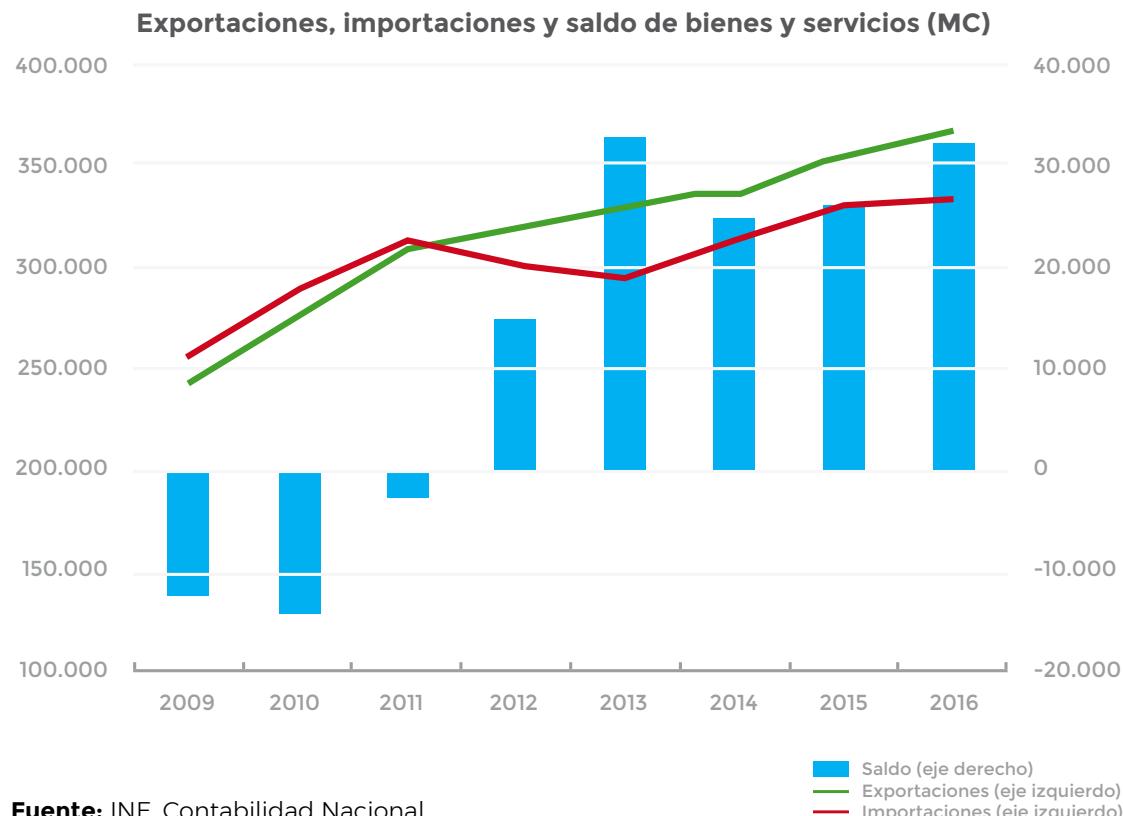
25 [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2017-proxy-season-review/\\$FILE/ey-2017-proxy-season-review.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2017-proxy-season-review/$FILE/ey-2017-proxy-season-review.pdf)

26 Corporate Governance by the Numbers The EY Center for Board Matters collects and analyzes governance data for more than 3,000 US public companies through its proprietary corporate governance database. This data is current as of October 31, 2017 and is available at [www.ey.com/boardmatters](http://www.ey.com/boardmatters). [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-cgbtn-monthly-print-version-oct-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-cgbtn-monthly-print-version-oct-2017/$FILE/ey-cgbtn-monthly-print-version-oct-2017.pdf)

27 As scrutiny of unequal voting structures increases, boards of public and IPO-bound companies alike should consider that many investors expect companies to enter the public market with a “one share, one vote” structure, or with meaningful sunset mechanisms in place to dismantle differential voting rights over a limited time. 5. Unequal voting structures and virtual shareholder meetings come under fire. 2017 proxy season review [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-board-matters-quarterly-june-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-board-matters-quarterly-june-2017/$FILE/EY-board-matters-quarterly-june-2017.pdf)

## 9. Economía española. Grado de internacionalización

En general la economía española tiene un grado de internacionalización muy alto y complejo.



*El sector exterior<sup>28</sup> ha sido decisivo en la salida de la crisis, con un máximo histórico de exportaciones en 2016 (254.530 millones de euros) y una reducción del déficit comercial entre 2007 y 2016 de 81.000 millones de euros, consecuencia, principalmente, del aumento de las exportaciones (68.000 millones), y, en menor medida, del abaratamiento de la factura energética (13.000 millones). Esta evolución ha permitido que en los últimos cuatro años España haya tenido superávit corriente (equivalente al 2% del PIB en 2016).*

*Todo ello ha impulsado el grado de internacionalización de la economía española en casi 8 puntos (las exportaciones de bienes y servicios han pasado de representar el 25% del PIB en 2008 al 33% en 2016). Además, en este tiempo España ha mantenido su cuota exportadora en el comercio mundial y ello a pesar de la fuerte irrupción de China.*



Se ha registrado un máximo histórico del negocio exterior de las empresas cotizadas españolas<sup>29</sup>.

1. El 65,5% del negocio de las empresas de la Bolsa en 2016 tuvo su origen fuera de España, nuevo máximo histórico y 20 puntos más que hace diez años.
2. El mayor porcentaje de facturación exterior lo consiguen las empresas del IBEX 35 con el 65,80%.
3. De las 123 empresas analizadas, en 28 se supera el 80% de cuota exterior.
4. En los últimos veinte años la facturación exterior de las empresas españolas ha crecido 43 puntos porcentuales de manera ininterrumpida.
5. Las compañías del IBEX Medium y del IBEX Small Cap en 2016 también ofrecen porcentajes altos de facturación en el exterior, en torno al 64%.

29 [http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Nota Prensa/20170524/nota\\_20170524\\_1/M%C3%A1ximo\\_hist%C3%B3rico\\_del\\_negocio\\_exterior\\_de\\_las\\_cotizadas\\_esp%C3%A1olas](http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Nota Prensa/20170524/nota_20170524_1/M%C3%A1ximo_hist%C3%B3rico_del_negocio_exterior_de_las_cotizadas_esp%C3%A1olas)

Más allá de los datos de exportación<sup>30</sup> que frecuentemente se usan para ilustrar la vocación internacional del negocio de las empresas españolas, el movimiento de obtención de recursos fuera de nuestras fronteras es más profundo y las cifras de constitución de filiales en el exterior son elocuentes al respecto. De hecho, entre 2009 y 2014 las tasas relativas de crecimiento en creación de filiales, personal empleado en las mismas y volumen de negocio generado, son especialmente elevadas en Asia, dónde los intercambios comerciales con China han sido intensos en estos últimos años. Los datos, sin duda, apuntan a una estrategia generalizada de diversificación de las empresas españolas, que buscan ganar cuota e incrementar su competitividad en mercados internacionales.

ESTUDIO: CASI EL 66% DE LA FACTURACIÓN DE LAS COTIZADAS ESPAÑOLAS SE HACE EN EL EXTERIOR		
Zonas Geográficas	Número de filiales	
Total Europa	2.416	2.688
Total América	1.441	1.835
Total Asia	185	290
Total África y Oceanía	141	186

■ 2011 ■ 2014

**Fuente:** Servicio de Estudios de BME. J. Carbonell, A. Gómez y J. Garrido. Principales Variables por País y elaboración propia

Como puede observarse, la tendencia exportadora española está en aumento. Nuestras empresas están presentes en Europa o en Estados Unidos, pero también hay una gran vocación hacia economías de otras regiones como: América Latina, Asia, África y Oceanía. En estos últimos territorios el nivel de marco normativo a día de hoy no es exactamente el equivalente en la Unión Europea.

<sup>30</sup> Casi el 66% de la facturación de las cotizadas españolas se hace en el exterior. J. Carbonell, A. Gómez Y J. Garrido servicio de estudios de BME. [https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5257\\_Casi\\_el\\_66\\_de\\_la\\_facturaci%C3%B3n\\_de\\_las\\_cotizadas\\_esp%C3%A1olas\\_se\\_hace\\_en\\_el\\_exterior](https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5257_Casi_el_66_de_la_facturaci%C3%B3n_de_las_cotizadas_esp%C3%A1olas_se_hace_en_el_exterior)

## 10. Estandarización de las normas en materia de Gobierno Corporativo

En el estudio de EY “Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del Gobierno Corporativo. Noviembre 2017”<sup>31</sup> se cita textualmente:

*El alto grado de diversificación de las empresas españolas hace necesario la estandarización de las normas en materia de Gobierno Corporativo con el fin de mejorar la eficiencia, estimular y facilitar las inversiones en el extranjero y no redundar en pérdidas de recursos. Las áreas relacionadas con la función de reporting son, tradicionalmente, las más afectadas por esta dispersión normativa.*



Respecto a cómo la dispersión normativa afecta a la función de reporting, el informe de EY “How can reporting catch up with an accelerating world? Febrero 2017”<sup>32</sup> establece lo siguiente:

*La situación actual del reporting corporativo:*

*La complejidad es una de las características que definen la situación actual del reporting corporativo. Las grandes empresas cuentan con múltiples líneas de negocio - el 12% de las empresas encuestadas a nivel global y el 18% a nivel español, admite tener más de 20 divisiones operativas. Además, los equipos implicados en la elaboración de información corporativa tienen que hacer frente a diversos estándares de reporting y cambios regulatorios - el 47% de las empresas consultadas a nivel global y el 45% a nivel español, revelan que se ha producido un incremento sustancial en el número de estándares de reporting necesarios.*

<sup>31</sup> Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del Gobierno Corporativo. Noviembre 2017. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ocho-claves-a-tener-en-cuenta-en-la-gestion-del-gobierno-corporativo/\\$FILE/ey-ocho-claves-a-tener-en-cuenta-en-la-gestion-del-gobierno-corporativo.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ocho-claves-a-tener-en-cuenta-en-la-gestion-del-gobierno-corporativo/$FILE/ey-ocho-claves-a-tener-en-cuenta-en-la-gestion-del-gobierno-corporativo.pdf) How can reporting catch up with an accelerating world?. Febrero 2017. <http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-how-can-reporting-catch-up-with-an-accelerating-world-resumen-ejecutivo.pdf>

<sup>32</sup> How can reporting catch up with an accelerating world?. Febrero 2017. <http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-how-can-reporting-catch-up-with-an-accelerating-world-resumen-ejecutivo.pdf>

Ante esta falta de homogeneidad, el informe de EY: "Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del Gobierno Corporativo. Noviembre 2017", destaca que:

*La propia Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) recomienda la necesidad de que los gobiernos de los países desarrollados pacten normativas comunes en este ámbito. Así lo puso de manifiesto su Secretario General, Ángel Gurría, en el encuentro "Los retos del Gobierno Corporativo" del Global Corporation Center<sup>33</sup>. Estos cambios regulatorios deberían ser consensuados con el sector privado en la búsqueda de la mayor eficiencia posible.*

De acuerdo con el informe de la OCDE, Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. 2016<sup>34</sup>

*Se debe incluir un compromiso voluntario por parte de la empresa (incluyendo sus filiales) de cumplir con las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales<sup>35</sup>*

Por otra parte:

*Las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales son recomendaciones dirigidas por los gobiernos a las empresas multinacionales que operan en países adherentes o que tienen su sede en ellos. Contienen principios y normas no vinculantes<sup>36</sup> para una conducta empresarial responsable dentro del contexto global, conformes con las leyes aplicables y las normas reconocidas internacionalmente. Las Directrices constituyen el único código de conducta empresarial responsable, exhaustivo y acordado multilateralmente, que los gobiernos se han comprometido a promover.*

*Las recomendaciones contenidas en las Directrices expresan los valores compartidos por los gobiernos de países que dan origen a una gran parte de la inversión extranjera directa y que son sede de muchas de las empresas multinacionales de mayor envergadura. Las Directrices tienen como objetivo promover la contribución positiva de las empresas al progreso económico, medioambiental y social en todo el mundo.*

33 <https://www.gccencuentros.com/2017-1>

34 OCDE (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. VI. Las responsabilidades del consejo de administración.

35 OCDE (2013), Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264202436-es>

36 Nota de traducción: En algunos países, como Colombia y México, se utiliza en este sentido el sustantivo "estándares" para referirse a este tipo de normas no vinculantes. En dichos países, el término "norma" se emplea más bien en su acepción de "precepto jurídico" (ley, regla u orden). No obstante, en la versión española de las Directrices se ha optado por utilizar "norma" también con el primer significado mencionado, acorde con la primera acepción que propone el Diccionario de la Real Academia Española para dicho término ("Regla que se debe seguir o a que se deben ajustar las conductas, tareas, actividades, etc."). El sustantivo "estándar", aunque figura en dicho diccionario con el significado de "tipo, modelo, patrón, nivel", se considera un anglicismo (standard) en la acepción que tiene en las Directrices.

Las Directrices están respaldadas por un singular mecanismo de implementación: los Puntos Nacionales de Contacto (PNC), que son organismos constituidos por los gobiernos de los países adherentes con el fin de promover e implementar las Directrices. Los PNC ayudan a las empresas y a las partes interesadas a tomar las medidas adecuadas para impulsar la aplicación de las Directrices. También constituyen una plataforma de mediación y conciliación para resolver los problemas prácticos que puedan plantearse.

Los países que se adhieren a las Directrices contraen el compromiso vinculante de implementarlas de acuerdo con la Decisión del Consejo relativa a las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales. Además, los temas que se abordan en las Directrices también pueden estar sujetos a leyes nacionales y a compromisos internacionales.

La actividad empresarial internacional ha experimentado un cambio estructural de gran alcance y las propias Directrices han evolucionado para reflejar estos cambios. Con el surgimiento de los sectores de servicios y de las actividades que se basan en el conocimiento y la expansión de la economía por Internet, las empresas de servicios y tecnología tienen un papel cada vez más importante en el mercado internacional. Las grandes empresas siguen siendo responsables de una parte significativa de la inversión internacional y se constata una tendencia hacia las fusiones internacionales de gran escala.

Simultáneamente, también ha aumentado la inversión extranjera realizada por las pequeñas y medianas empresas, las cuales desempeñan actualmente un papel significativo en el ámbito internacional. Las empresas multinacionales, al igual que sus homólogas nacionales, han evolucionado y actualmente tienen un abanico más amplio de acuerdos empresariales y de tipos de organización. Las alianzas estratégicas y las relaciones más estrechas con proveedores y contratistas tienden a desdibujar los límites de la empresa.

Muchas empresas multinacionales han demostrado que el respeto de estrictas normas de conducta empresarial puede mejorar el crecimiento. En la actualidad, la competencia es intensa y las empresas multinacionales se enfrentan a una gran variedad de marcos legales, sociales y normativos. En este contexto, las empresas podrían verse tentadas a descuidar las normas y principios de conducta adecuados con el fin de obtener una ventaja competitiva indebida. Estas prácticas de unas pocas empresas podrían poner en duda la reputación de la mayoría de ellas y generar preocupación en los ciudadanos.





*Las Directrices son recomendaciones dirigidas conjuntamente por los gobiernos a las empresas multinacionales. Contienen principios y normas de buenas prácticas conformes con las disposiciones legales aplicables y otras normas reconocidas internacionalmente. El cumplimiento de las Directrices por parte de las empresas es voluntario y no es jurídicamente vinculante. Sin embargo, algunos temas que se abordan en la Directrices también pueden estar sujetos a leyes nacionales o a compromisos internacionales.*

*La primera obligación de las empresas es respetar las leyes nacionales. Las Directrices no sustituyen ninguna legislación o reglamento nacional ni deberán considerarse para prevalecer sobre ellos. Si bien las Directrices a menudo van más allá de la ley, no deberían – y no es ese su objetivo – colocar a las empresas en una situación en la que se vieran sujetas a obligaciones contradictorias. No obstante, en los países donde la legislación o la regulación nacional entran en conflicto con los principios y normas enunciados en las Directrices, las empresas deberán buscar la manera de respetar dichos principios y normas sin infringir las leyes nacionales.*

*No es necesaria a los efectos de las Directrices una definición precisa de empresas multinacionales. Dichas empresas están presentes en todos los sectores de la economía. Habitualmente se trata de empresas u otras entidades establecidas en más de un país y relacionadas de tal modo que pueden coordinar sus actividades de diversas formas.*

*Aunque una o varias de estas entidades puedan ser capaces de ejercer una influencia significativa sobre las actividades de las demás, su grado de autonomía en el seno de la empresa puede variar ampliamente de una empresa multinacional a otra. Pueden ser de capital privado, público o mixto. Las Directrices están destinadas a todas las entidades pertenecientes a la empresa multinacional (sociedades matrices y/o entidades locales). En función de la distribución efectiva de responsabilidades entre ellas, se espera que las distintas entidades cooperen y se presten ayuda mutua para facilitar el cumplimiento de las Directrices.*

*El objetivo de las Directrices no es introducir diferencias de trato entre las empresas multinacionales y las empresas nacionales, sino reflejar prácticas recomendables para todas ellas. En consecuencia, se espera que las empresas multinacionales y nacionales tengan la misma conducta en todos los casos en los que sean aplicables a ambas las Directrices.*

## 11. Directrices de conducta empresarial responsable (Promoting Responsible Business Conduct)

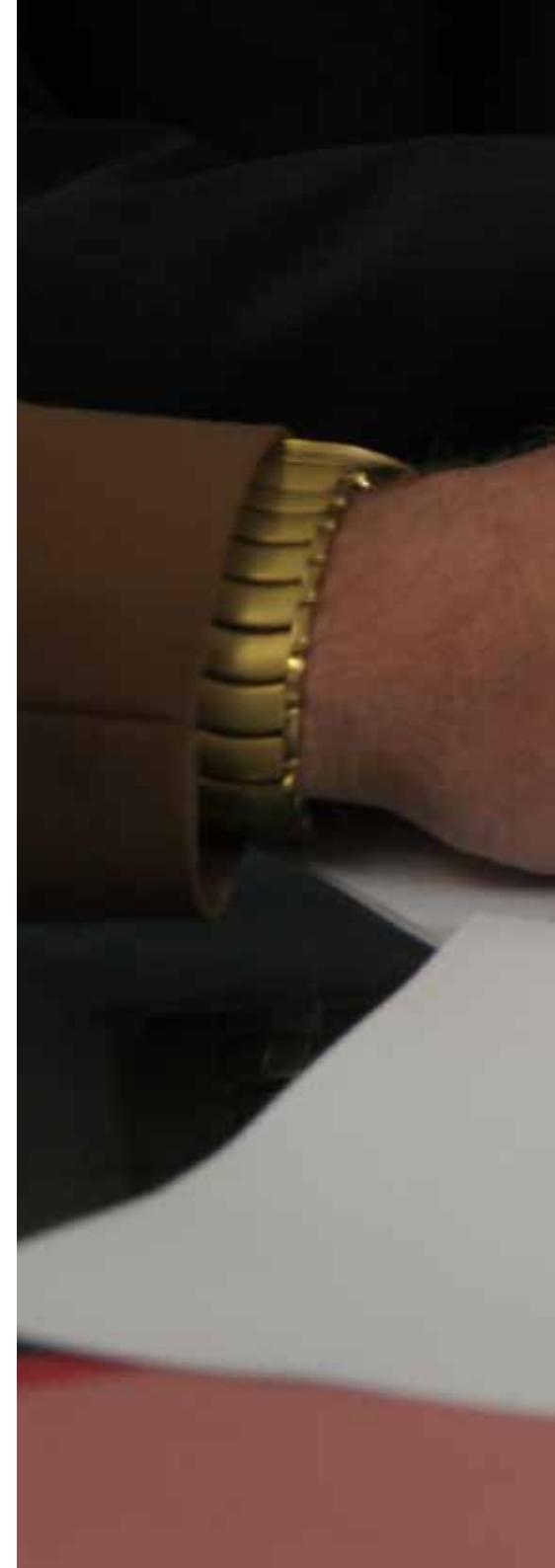
En las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales<sup>37</sup>, se establecen unas “Recomendaciones de **conducta empresarial responsable** en el contexto global”.

Estas “Directrices” son encomiendas dirigidas por los gobiernos a las empresas multinacionales y su objetivo es:

- Garantizar que las actividades de esas empresas se desarrollen en armonía con las políticas públicas.
- Fortalecer la base de confianza mutua entre las empresas y las sociedades en las que desarrollan su actividad.
- Contribuir a mejorar el clima para la inversión extranjera.
- Potenciar la contribución de las empresas multinacionales al desarrollo sostenible.

Las Directrices forman parte de la Declaración de la OCDE sobre Inversión Internacional y Empresas Multinacionales<sup>38</sup>, cuyos restantes elementos se refieren al trato nacional, a las obligaciones impuestas a las empresas y a los incentivos y desincentivos a la inversión internacional.

Las Directrices enuncian principios y normas voluntarias para una **conducta empresarial responsable** compatible con las legislaciones aplicables y las normas reconocidas internacionalmente. Sin embargo, los países que se adhieren a las Directrices contraen el compromiso vinculante de implementarlas de acuerdo con la Decisión del Consejo relativa a las líneas directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales. Además, los temas que se abordan en las Directrices también pueden estar sujetos a leyes nacionales y a compromisos internacionales.



<sup>37</sup> OCDE (2013), Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264202436-es>

<sup>38</sup> OECD Declaration and Decisions on International Investment and Multinational Enterprises. <http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/oecddeclarationanddecisions.htm>



Las empresas han promovido, asimismo, el diálogo social con respecto a lo que constituye una **conducta empresarial responsable** y han cooperado con las partes interesadas en el marco de iniciativas conjuntas para elaborar orientaciones para una conducta empresarial responsable. Las Directrices aclaran las expectativas de conducta empresarial que comparten los gobiernos que las han suscrito y proporcionan un punto de referencia para las empresas y demás partes interesadas. De este modo, las Directrices complementan y refuerzan las iniciativas privadas (iniciativas ciudadanas) encaminadas a definir y poner en práctica una **conducta empresarial responsable**.

En el capítulo II. Principios generales de las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales se establece que “Las empresas deberán tener totalmente en cuenta las políticas establecidas en los países en los que ejercen su actividad y considerar las opiniones de las demás partes interesadas. A este respecto, en el punto 13<sup>39</sup> se indica que las empresas deben “fomentar, en la medida de lo posible, que sus socios comerciales, incluidos sus proveedores y contratistas, apliquen principios de **conducta empresarial responsable** conforme con la Directrices”.

39 II. Punto 13: Principios generales. OCDE (2013), Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales

## 12. Conducta Empresarial Responsable (Global Forum on Responsible Business Conduct)

En el Foro Global de la OCDE sobre **Conducta Empresarial Responsable** (Global Forum on **Responsible Business Conduct**)<sup>40</sup> (París: días 29 y 30 de junio de 2017) cuya apertura fue realizada por Ángel Gurría, Secretario General de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y que reunió a participantes de gobiernos, empresas, sindicatos y sociedad civil se trataron los siguientes temas:



1. *Cadenas de suministro responsables (Responsible supply chains) a través de due diligence.*
2. *Generación de inversión institucional responsable: enfoques operativos y regulatorios.*
3. *Puntos Nacionales de Contacto: ¿cómo impactan los casos de PNC en la Conducta Empresarial Responsable?*
4. *Lecciones de la agenda climática.*
5. **Conducta empresarial responsable** y las empresas estatales (state-owned enterprises) (SOE).
6. *Aceptación del RBC en las empresas.*
7. *Empleo responsable de trabajadores emigrantes.*
8. *Comparación de los enfoques de due diligence en materia de anticorrupción y derechos humanos.*
9. *Contribución a los Objetivos de Desarrollo Sostenible a través de RBC.*
10. *Desarrollo de un liderazgo responsable: el papel de las escuelas de negocios.*
11. *Desconexión responsable.*
12. *Herramientas Innovadoras para promover finanzas responsables.*
13. *Uso de la tecnología para la Due Diligence.*
14. *RBC e Infraestructura.*



1. Panel de apertura sobre las cadenas de suministro globales responsables (Responsible global supply chains) a través de la due diligence. Ángel Curría.

Puntos clave de este panel:

- a. *El entorno actual de política que cambia rápidamente, no solo se define por las amenazas y oportunidades emergentes, sino que crea incertidumbre y riesgo para las empresas, haciendo que nuestro trabajo en RBC sea cada vez más desafiante, más presionando y más relevante.*
- b. *La colaboración de la industria es clave para impulsar el cambio y garantizar la igualdad de condiciones.*
- c. *El endurecimiento de las expectativas de soft law sobre la conducta empresarial responsable muestra una tendencia creciente hacia requisitos más firmes, tanto para los inversores e incluso para las regulaciones.*

2. Generación de inversión institucional responsable: enfoques operativos y regulatorios.

Puntos clave de este panel:

- a. *Los inversores tienen un papel importante que desempeñar en la promoción de la conducta empresarial responsable entre las empresas en las que invierten. Los propietarios de activos y bienes como gestores de inversión deben promover activamente estrategias de inversión responsable.*
- b. *Tradicionalmente, la gestión de inversiones ESG<sup>41</sup> no tiene en cuenta los riesgos para la sociedad, independientemente de los riesgos comerciales. La reformulación de enfoques para considerar cómo “no hacer daño” a través de la actividad de inversión es una contribución importante del trabajo de la OCDE sobre la Conducta Empresarial Responsable para Inversores Institucionales.*
- c. *Los marcos regulatorios actuales en el mejor de los casos no impiden la consideración de los riesgos ESG en las decisiones de inversión. Es necesario pensar más en cómo los marcos regulatorios pueden promover y facilitar la inversión responsable.*

3. Puntos Nacionales de Contacto: ¿cómo impactan los casos de PNC en la Conducta Empresarial Responsable?

Puntos clave de este panel:

- a. Los PNC tienen un papel clave que desempeñar en la evaluación de problemas críticos de RBC a través del mecanismo de instancia específico.
- b. Los casos de PNC funcionan bien cuando todas las partes entienden el uso del mecanismo y participan constructivamente en el proceso.
- c. Un PNC completamente funcional y con los recursos adecuados es importante en la resolución de casos.

4. Lecciones de la agenda climática.

Puntos clave de este panel:

- a. La medición de sus propios impactos (ambientales y de otro tipo) ayuda a las empresas a tomar decisiones, y también es un indicador para los inversores del nivel de compromiso de la compañía para abordar esos impactos.
- b. La divulgación no solo debe ser responsabilidad de las empresas, sino de toda la cadena de valor del capital, incluidos los inversores, las bolsas de valores, los planes de pensiones, etc. Esto también conducirá a un pensamiento y enfoques integrados de la sostenibilidad, incluyendo el clima, los derechos humanos, las cuestiones sociales, etc.
- c. El compromiso con los proveedores también requiere el desarrollo de incentivos para que los proveedores reduzcan sus riesgos, así como también incentivos para innovar y trabajar hacia un objetivo positivo. La ciencia proporciona una buena base para promover la innovación e ir más allá del cumplimiento.





## 5. *Conducta empresarial responsable y las empresas estatales (state-owned enterprises) (SOE).*

Puntos clave de este panel:

- a. Existe un conocimiento limitado sobre Conducta Empresarial Responsable de las Empresas Estatales y cómo los gobiernos están implementando sus objetivos de política de propiedad de RBC y SOE.
- b. La Conducta Empresarial Responsable será cada vez más importante para las empresas de propiedad estatal debido al tamaño de su actividad económica y la participación esperada en proyectos importantes, tales como la China's Belt and Road Initiative (also known as One Belt, One Road (OBOR))<sup>42</sup>.
- c. Las principales normas internacionales sobre RBC y sobre el gobierno corporativo de las empresas públicas son claras en la aplicación de Expectativas de RBC en SOE. En este sentido, es necesario el trabajo futuro para implementar en la práctica estos estándares. El gobierno corporativo es un buen punto de partida.

## 6. *Aceptación del RBC en las empresas.*

Puntos clave de este panel:

- a. *Para que tengan sentido los valores empresariales responsables deben integrarse en todas las operaciones empresariales y en toda la cadena de suministro.*
- b. *Los consejos de administración juegan un papel importante en la integración de RBC.*
- c. *La regulación gubernamental es importante para nivelar el campo de juego y controlar algunas de las peores prácticas. Los inversores también deberían presionar a las empresas.*

---

42 China's Belt and Road Initiative (also known as One Belt, One Road (OBOR)) is one of President Xi's most ambitious foreign and economic policies. It aims to strengthen Beijing's economic leadership through a vast program of infrastructure building throughout China's neighbouring regions. Understanding China's Belt and Road Initiative. Peter Cai. March 2017. Lowy Institute for International Policy. [https://www.lowyinstitute.org/sites/default/files/documents/Understanding%20China%20Belt%20and%20Road%20Initiative\\_WEB\\_1.pdf](https://www.lowyinstitute.org/sites/default/files/documents/Understanding%20China%20Belt%20and%20Road%20Initiative_WEB_1.pdf)

## 7. Empleo responsable de trabajadores emigrantes.

Puntos clave de este panel:

- a. Si bien se ha avanzado mucho en el concepto de "Sin cargos (no fees)", los trabajadores continúan pagando por el trabajo debido a la naturaleza informal de las tarifas de contratación y los pagos deducidos (por ejemplo, pagos de vivienda).
- b. Es necesario un enfoque intersectorial para mitigar la explotación de los trabajadores emigrantes.
- c. Los trabajadores emigrantes deberían tener la oportunidad de elegir representantes para abordar, en su nombre, cuestiones en el lugar de trabajo incluidos los salarios.

## 8. Comparación de los enfoques de due diligence en materia de anticorrupción y derechos humanos.

Puntos clave de este panel:

- a. Las empresas deben aprovechar las herramientas y las guías disponibles de la OCDE para construir o fortalecer los procesos existentes de de diligencie en la cadena de suministro para abordar simultáneamente los impactos anticorrupción y los derechos humanos adversos.
- b. La falta de iniciativas o respuestas de la industria podría llevar a una mayor presión regulatoria como lo ejemplifica la reciente legislación francesa sobre la de diligencie.

## 9. Contribución a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) a través de RBC.

Puntos clave de este panel:

- a. *El vínculo entre la RBC y los ODS debe hacerse en todos los niveles. La implementación de principios y normas de RBC como las **Directrices de la OCDE y los Principios Rectores de las Naciones Unidas**<sup>43</sup> puede ser una forma transformadora (pero hasta ahora infráutilizada) para que las empresas interactúen con los ODS y, en última instancia, maximicen su contribución a los ODS.*
- b. *Algunas empresas están utilizando RBC como línea de base para sus contribuciones a los ODS, pero existe la necesidad de ampliar estas prácticas entre todos los negocios.*
- c. *Los gobiernos deberían liderar la creación de vínculos entre RBC y los ODS, y deberían garantizar que haya coherencia política.*



## 10. Desarrollo de un liderazgo responsable: el papel de las escuelas de negocios.

Puntos clave de este panel:

- a. Las escuelas de negocios deberían enseñar habilidades de liderazgo transversales tales como el pensamiento holístico y la capacidad de colaborar con diferentes comunidades, para que los futuros líderes se comporten de acuerdo con las **Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales**<sup>44</sup>.
- b. Los PNC tienen un papel que desempeñar en la promoción de las Directrices de la OCDE en las escuelas de negocios.
- c. Los Rankings deberían reconocer los esfuerzos de las escuelas para desarrollar líderes responsables en lugar de desincentivarlos.

## 11. Desconexión responsable.

Puntos clave de este panel:

- a. Las empresas deberían aprovechar el apalancamiento de sus proveedores al incluir las expectativas en los contratos junto con el proceso de escalada y desvinculación si no se cumplen dichas expectativas.
- b. Un campo de juego nivelado es importante en un sector para garantizar que la desconexión de las empresas responsables no solo conduzca a la participación de actores irresponsables.
- c. Se necesita más información, como estudios de casos, sobre cuándo y cómo las empresas se están desvinculando en la práctica con el fin de promover las mejores prácticas sobre la desconexión responsable.

## 12. Herramientas innovadoras para promover finanzas responsables.

Puntos clave de este panel:

- a. Existe una demanda creciente de productos financieros sostenibles impulsada por las agendas globales, como el **Acuerdo Climático de París y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS<sup>45</sup>)**, la demanda de los clientes, así como el desempeño comercial. Por ejemplo, los **bonos verdes<sup>46</sup>** tienen los mismos rendimientos que los bonos corporativos en promedio, pero menos riesgo.
- b. La gestión del riesgo ambiental y social y el desarrollo sostenible están inextricablemente conectados. las instituciones financieras están yendo más allá de la gestión de riesgos y el cumplimiento para identificar oportunidades y enfoques innovadores.
- c. Se necesita apoyo normativo para superar las barreras sistémicas a la financiación sostenible, como la presión a corto plazo de los accionistas y para proteger a las empresas que buscan equilibrar la rentabilidad y la sostenibilidad a largo plazo y poner en riesgo ciertos sectores o contextos para promover la inversión.



## 13. Usando la tecnología para la due diligence

Puntos clave de este panel:

- a. Las herramientas deben adaptarse al segmento relevante del sector de la cadena de suministro y la geografía.
- b. El uso de la tecnología no debe conducir a la exclusión de grupos de partes interesadas con acceso limitado a internet y tecnología; existe la necesidad de soluciones de alta y baja tecnología.
- c. La colaboración de la industria será clave para impulsar el uso creciente de la tecnología y la capacidad de escalar dichas tecnologías, haciéndolas rentables.

45 Paris Climate Agreement and Sustainable Development Goals (SDGs).

46 green bonds



#### 14. RBC e infraestructura.

Puntos clave de este panel:

- a. *Es importante integrar los factores de RBC a través del proceso de inversión en infraestructura.*
- b. *Existe la necesidad de distinguir entre los factores ESG<sup>47</sup> y los problemas más amplios de RBC a fin de entregar una infraestructura de alta calidad.*
- c. *Se deben considerar las prioridades en los diferentes contextos de los países, ya sean avanzados, emergentes, países en desarrollo o eventos de estados frágiles.*

La Due diligence tiene un significado específico bajo las Directrices de la OCDE<sup>48</sup> que difiere de cómo se percibe comúnmente en el contexto de la inversión institucional. Bajo las Directrices de la OCDE, “Due diligence” es un proceso para identificar, prevenir, mitigar y contabilizar impactos “en asuntos cubiertos por las Directrices de la OCDE (por ejemplo, derechos humanos, trabajo, medio ambiente, sobornos y otros impactos de integridad, etc.).

La **Due diligence** en el **marco de las Directrices de la OCDE** debe ser **continua y constante**, y debe tener como objetivo evitar y responder a los riesgos relacionados con los asuntos cubiertos en las Directrices de la OCDE. Sin embargo, **en el contexto de la inversión**, generalmente se considera que la Due diligence es un proceso que **se lleva a cabo antes de realizar ciertas inversiones o el nombramiento** de un administrador de activos para identificar y evaluar riesgos legales y financieros.

**Es muy importante tener en cuenta los diferentes significados dados a los mismos términos**, ya que pueden generar confusión entre los profesionales de la inversión y las partes interesadas que debaten cuestiones de RBC (ANNEX 1. TERMINOLOGY<sup>49</sup>).

<sup>47</sup> Environmental, Social And Governance

<sup>48</sup> OECD (2017). Responsible business conduct for institutional investors. Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Objectives. <https://mneguidelines.oecd.org/RBC-for-Institutional-Investors.pdf>

<sup>49</sup> OECD (2017). Responsible business conduct for institutional investors Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Annex 1. TERMINOLOGY. <https://mneguidelines.oecd.org/RBC-for-Institutional-Investors.pdf>

## 13. Una acción, un voto

Como se ha dicho en el apartado 5 del anterior punto 7 “Experiencia en Estados Unidos en la temporada de 2017”,

1. “Otras cuestiones que también apunta este informe, es la existencia de estructuras de voto que dan derechos desiguales<sup>50</sup> a los titulares de uno u otro tipo de título. **Esta situación se rechaza claramente** por parte de los inversores, que esperan que las empresas entren a cotizar con una estructura de “**una acción, un voto**” o con mecanismos significativos para desmantelar, en un tiempo limitado, la diferencia en derechos de voto.

Respecto del tema de “una acción, un voto” (“**one share, one vote**”), en principio, no hay ningún inversor que esté a favor de una estructura de voto desigual. Sin embargo, en el estudio de Javier García de Enterría “Proporcionalidad entre capital y voto: Mecanismos de quiebra del principio y su fundamento societario”<sup>51</sup> se establece lo siguiente:



*En las sociedades anónimas, el principio general es la proporcionalidad estricta entre la participación en el capital y el derecho de voto. Es un verdadero principio configurador del tipo de la anónima que se proclama en dos preceptos distintos, que tienen una formulación prácticamente literal: el 96.2 y el 188.2 LSC, que dicen sustancialmente lo mismo (“no se pueden emitir o crear acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto”).*

*En el caso de la sociedad anónima, obviamente se impone la proporcionalidad entre capital y voto, pero no entre voto y derechos económicos o riesgo económico de la inversión. Es evidente que se pueden crear clases de acciones con distintos privilegios económicos. Por tanto, a igualdad de voto lo que sí que puede haber es disparidad de derechos económicos. Hay un ejemplo en la práctica española muy revelador: las clases de acciones que tiene emitidas Abengoa.*

<sup>50</sup> As scrutiny of unequal voting structures increases, boards of public and IPO-bound companies alike should consider that many investors expect companies to enter the public market with a “one share, one vote” structure, or with meaningful sunset mechanisms in place to dismantle differential voting rights over a limited time. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-cgbtn-monthly-print-version-sept-2017/\\$FILE/ey-cgbtn-monthly-print-version-sept-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-cgbtn-monthly-print-version-sept-2017/$FILE/ey-cgbtn-monthly-print-version-sept-2017.pdf).

<sup>51</sup> <https://www.comillas.edu>



Básicamente son acciones que dan los mismos derechos económicos, es decir, participan igual en el reparto de dividendos, pero con la peculiaridad de que las acciones de clase A tienen un valor nominal de un euro y dan cien votos, mientras que las acciones de clase B tienen un céntimo de euro de valor nominal y dan un voto. Con lo cual se mantiene, y no podía ser de otra forma, la proporcionalidad entre capital y voto, porque es un principio imperativo en materia de anónimas. Lo que ocurre es que, por la igualdad de derechos económicos, tratándose de acciones con tal dispar valor nominal, en el fondo lo que se da es una desigualdad en cuanto a dichos derechos. Es además un supuesto que enlaza con la lógica económica de este tipo de reparto de clases de acciones. En Abengoa, obviamente, dirige un grupo familiar a cuyos dirigentes lo que les interesa es mantener el control de la compañía, y que por tanto da mucho valor al derecho de voto; y luego hay otros inversores que apenas le dan valor a la capacidad de influencia en la gestión de la compañía, y que valoran sobre todo la rentabilidad económica.

Por otra parte, de acuerdo con Francisco José León Sanz, Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Huelva<sup>52</sup>

*La tendencia actual en el Derecho comparado se orienta hacia a un tratamiento más complejo de la cuestión que haga compatible la flexibilidad en la estructuración de la organización societaria para adecuarla a los intereses sociales con los intereses de los inversores y los intereses institucionales del mercado. Para alcanzar estos objetivos se propone intensificar la información sobre la estructura societaria. Se señala asimismo la necesidad de analizar el conjunto de las medidas que se dirigen a sanear y legitimar el proceso de decisión y el acceso y la titularidad del control de las sociedades cotizadas como la representación pública, la participación en la Junta general o el derecho de voto; en materia de OPAs es preciso atender a cuestiones como la regulación de la OPA obligatoria, el régimen de las medidas de neutralización, etc.*

52 <http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-30/1274-la-prohibicion-de-las-limitaciones-al-derecho-de-voto-desde-la-perspectiva-del-principio-de-proporcionalidad-y-del-mercado-de-control-0-43661163881105525>

Desde esta perspectiva global cabe plantearse la oportunidad o no de prohibir determinados mecanismos reforzados de control como las limitaciones al derecho de voto en las sociedades que cotizan en bolsa. Este es el planteamiento seguido por los últimos informes de la Unión Europea (Report on the Proportionality Principle in the European Union; elaborado por Institutional Shareholder Service Europe/Shearman & Sterling/European Corporate Governance Institute, de 18 de mayo 2007<sup>53</sup>).

Estas razones unidas a la disparidad de soluciones entre los diferentes ordenamientos europeos (en Francia o en Suecia, por ejemplo, se admiten importantes excepciones al principio de proporcionalidad en el derecho de voto) han llevado al legislador comunitario a descartar la adopción de una técnica rígida de prohibición de los mecanismos reforzados de control y a optar por reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas (Commission Staff Working Document «Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies», de 12 de diciembre de 2007)<sup>54</sup>.

Para la actividad de los *Proxy Advisors* esto no supone un trabajo adicional, a menos que el legislador decidiese que los accionistas tuviesen que votar sobre un informe especial sobre datos no financieros. Lo que los asesores de voto prevén es que entraremos en un periodo donde la información difundida entre las empresas será desigual. En cualquier caso, de forma creciente, la tendencia es hacia más transparencia. Los *Proxy Advisors* están atentos a la trasposición de la directriz europea en el ordenamiento jurídico español, y esperan que se incline a favor de los accionistas.

53 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/study/final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf)

54 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/impact\\_assessment\\_122007.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf)



## 14. Estructura de los Consejos de Administración

Existen consejos de administración con diferentes estructuras porque las empresas de todo el mundo operan en diferentes contextos empresariales<sup>55</sup>. La **estructura del consejo de administración**, que se relaciona con el equilibrio de poder, las afiliaciones y las posiciones de los miembros, es una **base para un consejo de administración efectivo y es el núcleo central del desempeño y la responsabilidad de dicho consejo**.<sup>56</sup>

Existen tres tipos de estructuras de consejo de administración:

1. Consejo de administración de un nivel (**One-Tier Board**) (también llamado Consejo de Administración Unitario (**Unitary Board**)) y
2. Consejo de Administración de dos niveles (**Two-Tier Board**) (también llamado Consejo de Administración dual) (**Dual Board**).
3. Consejo de Administración **Híbrido** de 3 o más niveles que tienden a involucrar a un consejo de administración y a un consejo de auditores<sup>57</sup>.



Dentro de la Unión Europea, por ejemplo, países como: Bélgica, Grecia, Islandia, Irlanda, España y el Reino Unido **recomiendan el consejo de administración de un nivel (One-Tier Board)**, mientras que, por ejemplo: Austria, Estonia, Alemania, Letonia y Polonia, **recomiendan el Consejo de Administración de dos niveles (Two-Tier Board)**.<sup>58</sup> Por último, dentro de Europa, Italia y Portugal usan el sistema **Híbrido**.

Los sistemas **One-tier** tienen más probabilidades de encontrarse, pero no de forma exclusiva, en un contexto anglosajón, mientras que los sistemas **Two-Tier** son más comunes en Europa continental<sup>59</sup>.

55 (Maassen and van den Bosch, 1999) (Dehaene, De Vuyst and Ooghe, 2001).

56 (Tricker, 1994).

57 (Solomon, 2013) (Tricker, 1994).

58 Table 4.1. Basic board structure: classification of jurisdictions. OECD Corporate Governance Factbook. 2017

59 (Dehaene, De Vuyst, Ooghe, 2001) (Solomon, 2013).

## 15. Características de los distintos tipos de estructuras de Consejo de Administración

### A. Sistema Monista. One-Tier Board<sup>60</sup>.

El Consejo de Administración One-Tier (Sistema Monista). Es un sistema de consejo único, formado tanto por los consejeros ejecutivos como por los consejeros no ejecutivos. (Jungmann, 2006).

El Consejo de Administración One-Tier reúne en un grupo unificado a ambos tipos de consejeros (Consejeros No Ejecutivos (Non-Executive Directors) (NED) y Consejeros Ejecutivos).

Aunque es posible diferenciar a los Consejeros No Ejecutivos de los Consejeros Ejecutivos (Solomon, 2013). Sin embargo, la distinción no es tan formal como en el consejo de administración Two Tier. (Jungmann, 2006).

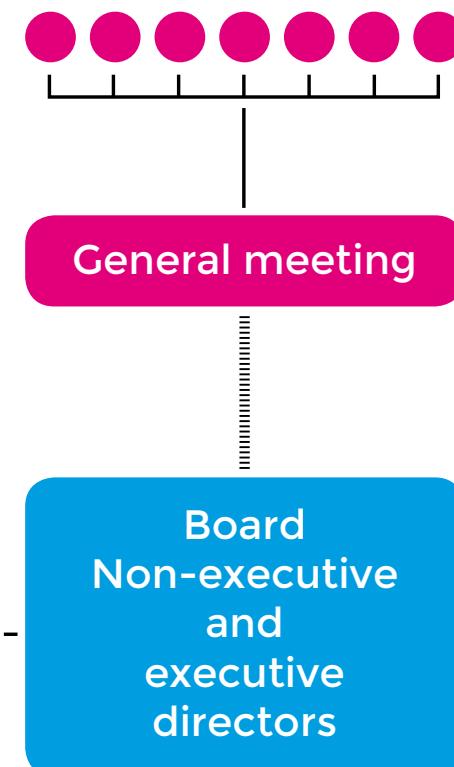
El liderazgo del Consejo de Administración One-Tier está en manos del presidente, que también puede ser el CEO de la compañía.

#### Ownership level

#### Oversight and control level

#### Executive level

#### One-Tier Model



<sup>60</sup> Artículo 476. Opción estatutaria. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Artículo 476. Opción estatutaria. La sociedad anónima europea que se domicilie en España podrá optar por un sistema de administración monista o dual, y lo hará constar en sus estatutos.



La práctica en la que la misma persona cumple el rol de CEO y presidente se llama dualidad entre CEO y presidencia del consejo (Combined Chairman/CEO) (CEO DUALITY) (Anand, 2008). En la literatura y entre los profesionales existe un creciente consenso que se opone a esta práctica (Cadbury Report, 1992) (Higgs Report, 2003) (Solomon, 2013)<sup>61</sup>.

La estructura **One-Tier** es más común en los países influenciados por el estilo de gobierno corporativo anglosajón (Solomon, 2013). Los ejemplos incluyen el Reino Unido, Irlanda, los Estados Unidos y Canadá, y también Bélgica, Suecia, España, Portugal, Grecia, Singapur y la India. Este Consejo de Administración One-Tier reúne las responsabilidades gerenciales y de supervisión en un Consejo de Administración unificado.

Este Consejo de Administración One-Tier<sup>62</sup> se divide tradicionalmente entre el

1. Director Ejecutivo (“CEO”) y los directores ejecutivos
2. Presidente o Lead Director (muchas veces el CEO)
3. Consejeros Independientes<sup>63</sup>.

*El CEO o Director Ejecutivo es, normalmente, el único ejecutivo en el consejo como resultado del movimiento hacia consejos independientes y comités de consejo independientes. Los otros ejecutivos, como el CFO, COO o CLO pueden reportar directamente al consejo pero, normalmente, no son miembros del consejo. La norma en los consejos estadounidenses es que el CEO sea el único representante de los ejecutivos de la compañía.*

*Aproximadamente el 50% de los Consejos de Administración tienen un presidente separado del consejo, mientras que el 50% restante mantienen las figuras del presidente y el CEO en la misma persona.*

---

<sup>61</sup> Este tema se desarrolla, más adelante, en el punto 18. La Figura del Presidente

<sup>62</sup> One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany. David Block University of Pennsylvania. Anne-Marie Gerstner Goethe University. University of Pennsylvania Law School

<sup>63</sup> One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany. David Block University of Pennsylvania. Anne-Marie Gerstner Goethe University. University of Pennsylvania Law School



En EE. UU el presidente, generalmente dentro del 50% de los Consejos de Administración que tienen un presidente separado del consejo, tiene una amplia variedad de funciones, incluida la de liderar las reuniones del consejo y asegurar la sucesión ordenada del CEO. Finalmente, la mayor parte de los miembros restantes del consejo son consejeros independientes<sup>64</sup>.

Willem Calkoen describe a los consejeros independientes manteniendo dos roles:

1. Desafiar activamente la estrategia propuesta y ejecutada por los ejecutivos de la compañía.
2. Hacer el seguimiento de la ejecución del negocio.

Para que un consejero sea independiente, bajo las reglas de New York Stock Exchange (en adelante, "NYSE") no deben tener "ninguna relación material con la empresa que cotiza en bolsa". La jurisprudencia que se sacó del caso Oracle Corp en la Corte de Delaware ha aumentado el estándar de quién es considerado como independiente<sup>65</sup>.

El consejero independiente también debe tener tiempo para desarrollar su función, una amplia gama de conocimientos y experiencia, y no debe tener demasiados puestos en el consejo. La mayoría deben estar limitados a no más de 4 consejos de administración<sup>66</sup>

<sup>64</sup> The rise of the independent director has been meteoric; in 1950 only 20% of directors could be deemed independent, but by 2005 that number was 75% and by 2015 that number was 84% of the Fortune 500. Only roughly 50% of publicly traded companies, however, have a separate CEO and Chairman of the board, but that trend will likely continue to expand as long as shareholders continue to demand separation of the two roles. See Generally Jeffrey N. Gordon, The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005 Of Shareholder Value and Stock Market Prices, 59 Stan. L. R. 1467 (2007) (chronicling the rise of independent directors in Corporate America)

<sup>65</sup> In re Oracle Corp. Derivative Litig., 2003 WL 21396449 (Del. Ch. June 17, 2003) (finding that a directors' independence can be compromised by personal relationships such as school ties)

<sup>66</sup> See Generally ISS, Director Overboarding (US) available at: <https://www.issgovernance.com/file/policy/us-overboarding.pdf>; General Motors Corporation, Governance and Corporate Responsibility Committee Charter (December 2015) available at: [https://www.gm.com/content/dam/gm/en\\_us/english/Group4/InvestorsPDFDocuments/GCRC.pdf](https://www.gm.com/content/dam/gm/en_us/english/Group4/InvestorsPDFDocuments/GCRC.pdf);

## B. Sistema Dualista. Two-Tier Board.

El consejo de administración de dos niveles (Dualista o **two-tier**) es un sistema que consiste en un consejo de administración y un consejo de supervisión. Estos dos consejos actúan de forma autónoma (Jungmann, 2006).

Está prohibido pertenecer simultáneamente al consejo de administración y el consejo de supervisión (Solomon, 2013) (Jungmann, 2006).

El consejo de administración está formado solo por los consejeros ejecutivos, mientras que el consejo de supervisión está compuesto exclusivamente por consejeros no ejecutivos. En consecuencia, existe una separación formal entre los consejeros ejecutivos y los consejeros no ejecutivos, y sus respectivas tareas y responsabilidades (Jungmann, 2006).

El consejo de administración está formado por consejeros internos y se ocupa de todos los asuntos de gestión y asuntos operativos de mayor importancia (Solomon, 2013) (Jungmann, 2006). El CEO encabeza el consejo de administración (Solomon, 2013).

El consejo de supervisión, por otro lado, está formado por consejeros no ejecutivos y se ocupa principalmente de la supervisión (Jungmann, 2006).

### El consejo de supervisión

- *Supervisa la gestión.*
- *Nombra y despidе a los miembros del consejo de administración.*
- *Aprueba las cuentas financieras (Jungmann, 2006) (Solomon, 2013).*

### Ownership level

### Two-Tier Model

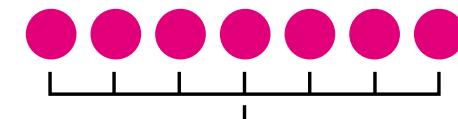
### Oversight and control level

### Executive level

General meeting

Supervisory Board

Management Board



Además, el consejo de supervisión

- *También puede cumplir algunas funciones “soft”, como la creación de redes con los “stakeholders” (Jungmann, 2006).*

El presidente gobierna el consejo de supervisión y debe ser una persona diferente del CEO (Jungmann, 2006) (Solomon, 2013). Sin embargo, una buena relación de trabajo entre el CEO y el presidente es crucial (Solomon, 2013). Las estructuras del consejo de administración de dos niveles (Dualista o **two-tier**) se dan, aunque no exclusivamente, en Europa continental (Tricker, 1994).

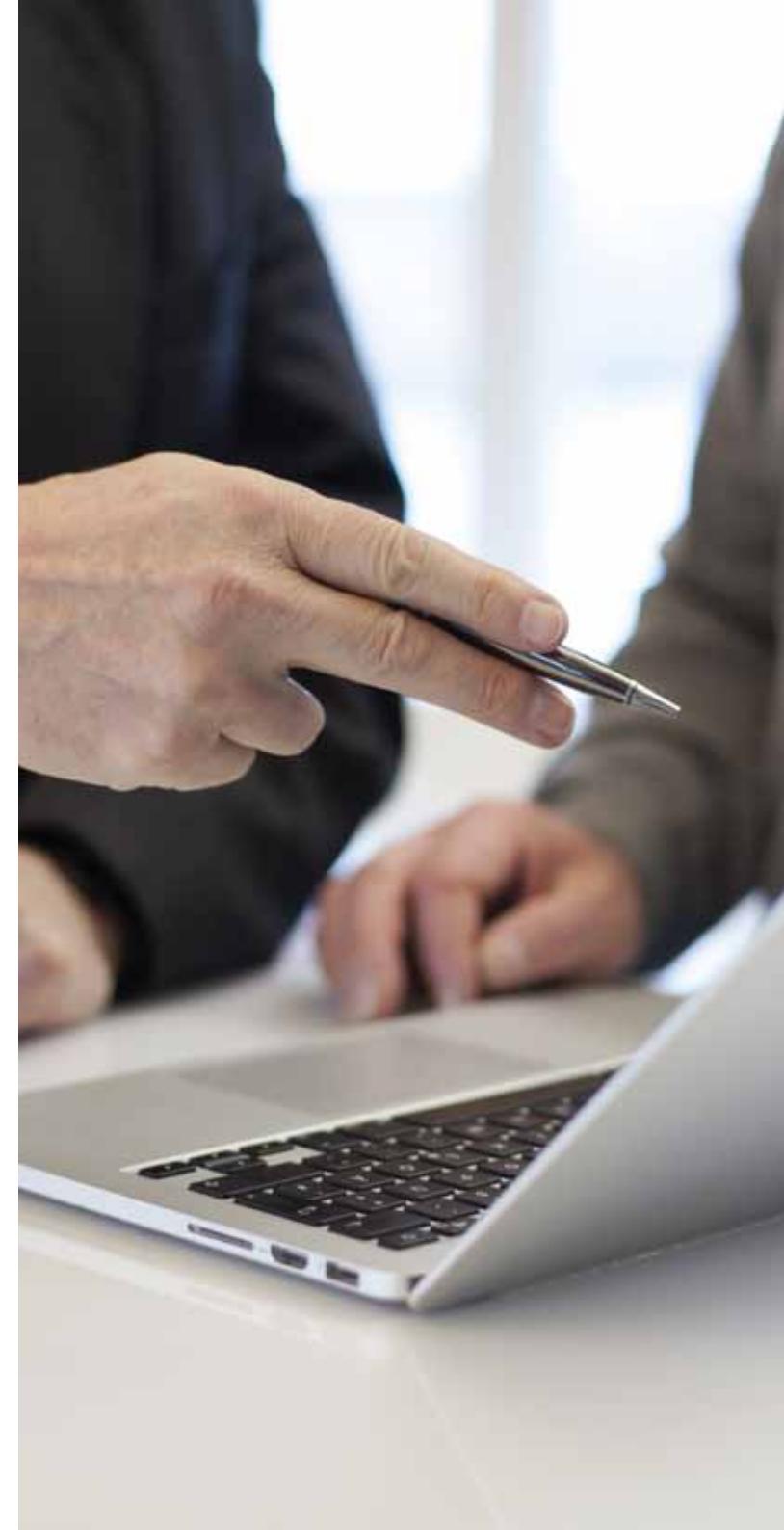
Ejemplos de países que siguen esta estructura son: Austria, Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Finlandia, Alemania, Letonia, Polonia, Eslovaquia y Suiza.

Otros países, como Francia, permiten a las empresas elegir entre una estructura de Consejo de Administración **One-Tier** (Sistema Monista) o una estructura de consejo de administración de dos niveles (Dualista o **two-tier**).

Desde enero de 2013, las empresas en los Países Bajos pueden elegir entre la estructura de Consejo de Administración **One-Tier** (Sistema Monista) o la estructura de consejo de administración de dos niveles (Dualista o **two-tier**). En este país las leyes de sociedades, en el pasado, solo permitieron una estructura de consejo de administración de dos niveles (Dualista o **two-tier**).

#### C. Estructura híbrida de Consejo de Administración. Hybrid Board Structure.

Tres jurisdicciones han desarrollado un sistema de consejo de administración que no cae en la categoría “**One-Tier**” o “**Two-Tier**”. Generalmente este sistema se establece como opciones que incluyen los sistemas “**One-Tier**” o “**Two-Tier**”. El asterisco, en la tabla siguiente, representa los modelos más comúnmente utilizados en cada país, que tienden a establecer en sus estatutos un consejo de administración y un consejo auditor.



Jurisdiction	Structure		
Italy <sup>*1</sup>	[T] The “traditional” model*	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Board of directors</li> <li>- Board of statutory auditors</li> </ul>	A <b>board of directors</b> and a <b>board of statutory auditors</b> ( <i>collegio sindacale</i> ) both appointed by the shareholders’ meeting; the board of directors may delegate day-to-day managerial power to one or more executive directors, or to an executive committee.
	[2] The “two-tier” model ( <i>dualistico</i> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Supervisory board</li> <li>- Management board</li> </ul>	A <b>supervisory board</b> appointed by the shareholders’ meeting and a <b>management board</b> appointed by the supervisory board, unless the bylaws provide for appointment by the shareholders’ meeting; the supervisory board is not vested with operative executive powers, but, in the by-laws, it may be entrusted with “high level” management powers.
	[1] The “one-tier” model ( <i>monistico</i> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Board of directors</li> <li>- Management control committee</li> </ul>	A <b>board of directors</b> appointed by the shareholders’ meeting and a <b>management control committee</b> made up of non-executive independent members of the board; the board may delegate day-to-day managerial powers to one or more managing directors, or to an executive committee.
Japan	[A] “Company with statutory auditors” model*	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Board of directors</li> <li>- Statutory auditors</li> </ul>	There must be at least one executive director and may be non-executive directors as well. Where this model is adopted, there is a separate organ of the company called the “ <b>statutory auditors</b> ” ( <i>Kansayaku</i> ), which has the function of auditing the execution of duties by the directors.
	[C] “Company with three committees” model	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Board of directors</li> <li>- Three committees</li> </ul>	The company must establish <b>three committees</b> (nomination, audit and remuneration committees), with each committee composed of three or more directors, and a majority must be outside directors.
	[S] “Company with an audit and supervisory committees” model	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Board of directors</li> <li>- Audit and supervisory committee</li> </ul>	The company must establish an <b>audit and supervisory committee</b> composed of more than three directors, the majority being outside directors. The committee has mandates similar to that of the statutory auditors, as well as those of expressing its view on the board election and remuneration at the shareholder meeting.
Portugal <sup>*2</sup>	[2C] The “Classic” model*	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Board of directors</li> <li>- Supervisory board (<i>conselho fiscal</i>)</li> </ul>	A board of directors and supervisory board ( <i>conselho fiscal</i> ) appointed by the shareholders; the board of directors may delegate managerial powers to one or more executive directors or to an executive committee; members of the supervisory board cannot be directors and, in case of listed companies, the majority must be independent.
	[2A] The “Anglo-Saxon” model	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Board of directors</li> <li>- Supervisory board (<i>comissão de auditoria</i>)</li> </ul>	A board of directors and supervisory board ( <i>comissão de auditoria</i> ) appointed by the shareholders; the board of directors may delegate managerial powers to one or more executive directors or to an executive committee; members of the supervisory board must be non-executive directors and, in case of listed companies, the majority must be independent.
	[2G] The “German” model	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Executive board of directors</li> <li>- Supervisory board (<i>conselho geral e de supervisão</i>)</li> </ul>	A board of directors and a supervisory board ( <i>conselho geral e de supervisão</i> ); members of the board of directors are appointed by the supervisory board (unless the articles of association provide for appointment by shareholders); members of the supervisory board cannot be directors and are appointed by shareholders; in case of listed companies, the majority must be independent, there are most restrictions to delegation of managerial powers by the board of directors.

**Fuente:** Table 4.4 Examples of a hybrid board structure. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017

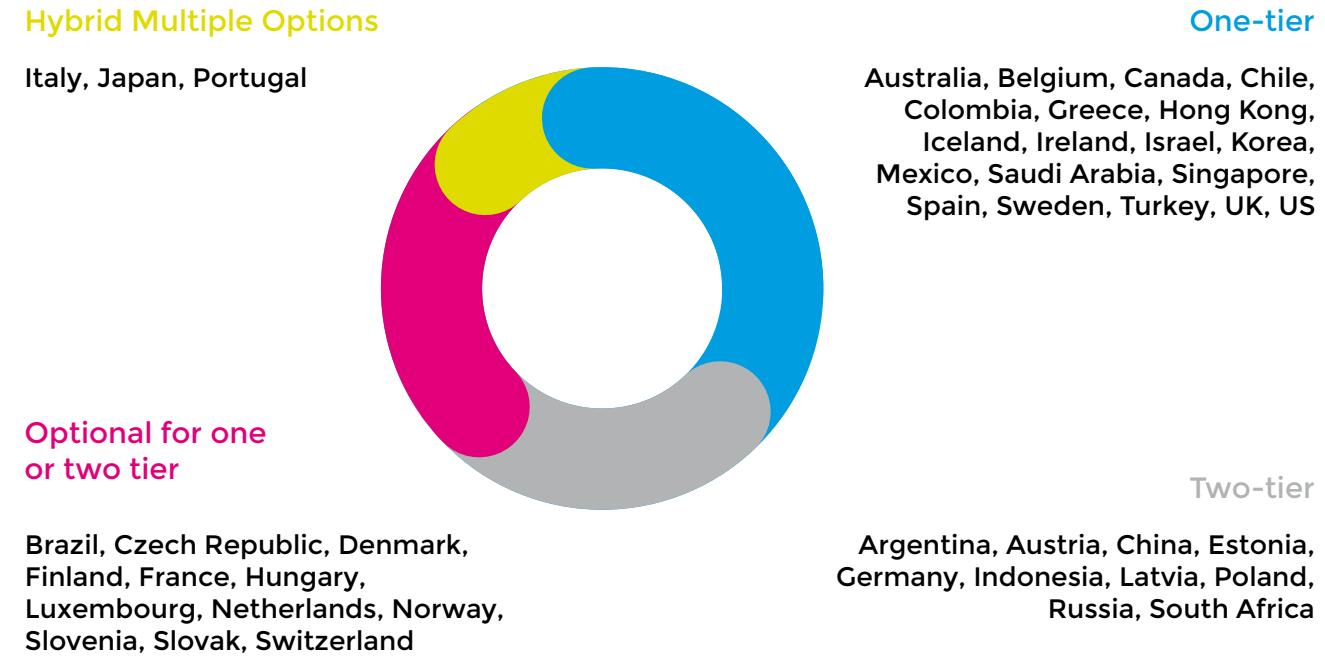
# 16. Consejos de Administración más comunes

Los sistemas “**One-Tier**” son los más comunes, aunque un número creciente de jurisdicciones permite estructuras “**One-Tier**” o “**Two-Tier**”.

A nivel mundial se encuentran diferentes modelos nacionales de estructuras de consejo de administración. Los consejos “**One-Tier**” son los más comunes (en 19 jurisdicciones), pero un número creciente de jurisdicciones (12) ofrecen la opción de consejos “**One-Tier**” o “**Two-Tier**”, de conformidad con la regulación de la UE para las sociedades anónimas europeas (Societas Europaea) (Reglamento (CE) del Consejo, 2001)<sup>67</sup>.

Diez jurisdicciones tienen exclusivamente consejos “**Two-Tier**”, que separan las funciones de supervisión y gestión en diferentes órganos.

Figure 4.1.



**Fuente:** Figure 4.1 One-tier, two-tier, optional or hybrid?. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017

**Nota:** Ver la Tabla 4.1. Basic board structure: classification of jurisdictions. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017.

67 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32001R2157&from=EN>

Tabla 4.1 Estructura básica del Consejo de Administración: Clasificación de Jurisdicciones. (Basic board structure: classification of jurisdictions. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017.)

Las estructuras de los consejos de administración varían tanto dentro, como entre los países. Algunos países tienen estructuras "**Two-Tier**" que separan la función de supervisión y la función de gestión en diferentes órganos.

Tales sistemas generalmente tienen un "consejo de supervisión" compuesto por miembros no ejecutivos del consejo y un "consejo de administración" compuesto en su totalidad por ejecutivos.

Otros países tienen estructuras "**One-Tier**" que reúnen a los miembros del consejo ejecutivo y no ejecutivo.

En algunos países también existe un organismo estatutario adicional para fines de auditoría o la opción de elegir entre los sistemas "**One-Tier**" o "**Two-Tier**".

One-tier system	Two-tier system	Optional for one-tier and two-tier system	Multiple option with hybrid system
Australia	Korea	Argentina	Brazil
Belgium	Mexico	Austria	Czech Republic
Canada	Saudi Arabia	China	Denmark
Chile	Singapore	Estonia	Finland
Colombia	Spain	Germany	France
Greece	Sweden	Indonesia	Hungary
Hong Kong (China)	Turkey	Latvia	Luxembourg
Iceland	United Kingdom	Poland	Netherlands
Ireland	United States	Russia	Norway <sup>1</sup>
Israel		South Africa <sup>2</sup>	Slovenia
			Slovak Republic
			Switzerland
			European Public LLC
			Italy
			Japan
			Portugal

**Fuente:** Table 4.1 Basic board structure: classification of jurisdictions. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017

Tres países (Italia, Japón y Portugal) tienen sistemas híbridos que permiten tres opciones y prevén un organismo estatutario adicional principalmente para fines de auditoría. Italia y Portugal han establecido modelos similares a los sistemas “**One-Tier**” o “**Two-Tier**”, además del modelo tradicional con un consejo de auditores legales.

Japón modificó la Ley de Sociedades en 2014 para introducir un nuevo tipo de estructura de consejo de Administración

- Una compañía con un consejo de administración y un modelo auditor estatutario.
- Una compañía con un consejo de administración y tres comisiones (Nombramiento, Auditoría y Remuneraciones).
- Una compañía con un consejo de administración y un comité de auditoría y otro de supervisión.

Por tanto, cuando se comparan las características de los consejos de administración de Reino Unido y España (One-Tier<sup>68</sup> (Sistema Monista) con los de diferentes países del área europea tales Alemania (Sistema Dualista. Two-Tier Board), Francia y Holanda (permiten a las empresas elegir entre una estructura de Consejo de Administración One-Tier (Sistema Monista) o una estructura de consejo de administración de dos niveles (Dualista o **two-tier**)), Italia (Estructura híbrida de Consejo de Administración) se ha podido que detectar algunos puntos de convergencia entre los distintos países. La globalización es un impulsor de la homogeneización de las prácticas de gobierno corporativo de las multinacionales, pero solo de forma es muy limitada, existiendo aún diferencias muy significativas entre países.

El resultado del análisis de las diferentes estructuras de gobierno corporativo no apoya con firmeza la teoría de que el fenómeno de la globalización de los mercados es el que está conduciendo a las empresas supranacionales a la homogeneización de sus prácticas de gobierno. Por el contrario, hay poderosos argumentos y razones que actúan como inhibidores de una posible convergencia en los modelos de gobierno corporativo, ya que los países desarrollan sus propios modelos de gobierno que encajan con sus sistemas legales y políticos, así como su posición en la economía global. Es incuestionable que la globalización nos ha hecho conscientes de la riqueza que supone la diversidad.



68 Los conceptos, “One-Tier”, “Two-Tier” y “Hybrid” se desarrollan en el punto 13 de este documento: “Características de los distintos tipos de estructuras de Consejo de Administración”

## 17. Consejeros Independientes. Independent Directors

La recomendación de que los consejos estén compuestos por, al menos, el 50% de consejeros independientes es el estándar voluntario más prevalente. Algunas jurisdicciones vinculan el requisito de independencia del consejo con la estructura de propiedad de una empresa.

A pesar de las diferencias en la estructura del consejo, casi todas las jurisdicciones han introducido un requisito o recomendación con respecto a un número mínimo o proporción de consejeros independientes. Seis jurisdicciones han establecido, para algunas empresas, requisitos vinculantes para, al menos, el 50% de miembros independientes del consejo.

Sin embargo, es mucho más común que las invocaciones para que la mayoría de los miembros del consejo sean independientes se limiten a las recomendaciones sobre la base de cumplir o explicar (Figura 4.3): "Minimum number or ratio of independent directors on the (supervisory) board. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017".



	CEO ≠ Board Chair	Minimum number		Minimum ratio			Rule/regulation	Code
		1 person	2-3 persons	20-25%	30-33%	+50%		
		Required		Colombia	Israel*	Israel* Sweden		
One-tier board	Recomended		Belgium Hong Kong*		Hong Kong* India* Singapore*	Australia UK		No requirement / recommendation: Luxembourg, New Zealand, Slovak Republic
		Chile	Canada Greece* Saudi Arabia* Spain*	Mexico	Saudi Arabia*	India* Korea** US***		
			Turkey*		Greece*	Iceland Singapore*		
One-tier board or two-tier board (supervisory)	Required		Norway*	Brazil*		Netherlands Norway*		
	Recomended				Brazil*	Finland Switzerland		
Two-tier board (supervisory)					China	Hungary		
					France*	Denmark France* Slovenia		
Hybrid Multiple Options		Germany	Russia* Poland	Russia*	Indonesia	Argentina Austria Estonia Latvia		
					Russia*	South Africa		
		Italy* Japan (A)*	Japan (C)(S)*			Portugal		
			Italy* Japan*					

Figure 4.3 Minimum number or ratio of independent directors on the (supervisory) board. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017.

**Note:** “\*\*” denotes a jurisdiction with more than one requirement or recommendation. “Rule / regulation” includes requirements by listing rule. “Japan (A), (C) and (S)” denote a company with statutory auditors model, three committees model, and audit and supervisory committee model, respectively. \*\*Korea’s requirement applies to financial companies. \*\*\*The US requirement applies to listed companies without a controlling majority. See Table 4.6.



Los enfoques nacionales sobre la definición de independencia de los consejeros independientes varían considerablemente, en particular con respecto al tiempo máximo transcurrido (tenure) para que un consejero independiente pueda seguir siendo considerado como tal y la independencia frente a un accionista significativo.

Con respecto a la definición de independencia, los criterios típicos incluyen una combinación de:

1. No ser un miembro, o un familiar directo de un miembro, de la gerencia de la compañía.
2. No ser un empleado de la compañía o una compañía en el grupo.
3. No recibir compensación de la compañía o su grupo que no sean honorarios del consejo.
4. No tener relaciones comerciales materiales con la compañía o su grupo.
5. No haber sido empleado del auditor externo de la empresa o de una empresa del grupo.
6. No exceder el tiempo máximo transcurrido (tenure) para que un consejero independiente pueda seguir siendo considerado como miembro del consejo.
7. No ser ni representar a un accionista significativo<sup>69</sup>.

---

69 International Organization of Securities Commissions. (IOSCO), 2007.

## 18. Gobierno Corporativo. Datos relevantes

- **Tiempo máximo transcurrido (tenure) para que un consejero independiente pueda seguir siendo considerado como miembro del consejo.**

En la Ley 31/2014 por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, se han recopilado muchas de las recomendaciones de buen gobierno en Europa. Algunas de estas recomendaciones ya estaban recogidas en las políticas de los Proxy Advisors, sobre todo la definición del consejero independiente, y el tiempo máximo transcurrido para que un consejero independiente pueda seguir siendo considerado como tal. A la hora de efectuar las recomendaciones de voto, los *Proxy Advisors* sí tienen en cuenta las particularidades locales. Por ejemplo ver la "*Director independence classification (Middle East & Africa, excluding South Africa)*" de ISS<sup>70</sup>.

Otra variación significativa ocurre con respecto al "tiempo máximo" transcurrido para seguir como consejero independiente. Veinticinco jurisdicciones establecen un "tiempo máximo" como consejero independiente, que varía de 5 a 15 años. Al vencimiento de este "tiempo máximo", estos consejeros ya no se consideraran independientes (en 17 jurisdicciones) o necesitaran una explicación en torno a su independencia (en ocho jurisdicciones) (Figura 4.7).



<sup>70</sup> [https://www.issgovernance.com/file/policy/mea\\_director\\_independence.pdf](https://www.issgovernance.com/file/policy/mea_director_independence.pdf). "In continental Europe, directors with a tenure exceeding 12 years will be considered non-independent. In the United Kingdom, Ireland, Hong Kong, and Singapore, directors with a tenure exceeding nine years will be considered non-independent, unless the company provides sufficient and clear justification that the director is independent despite his/her long tenure".

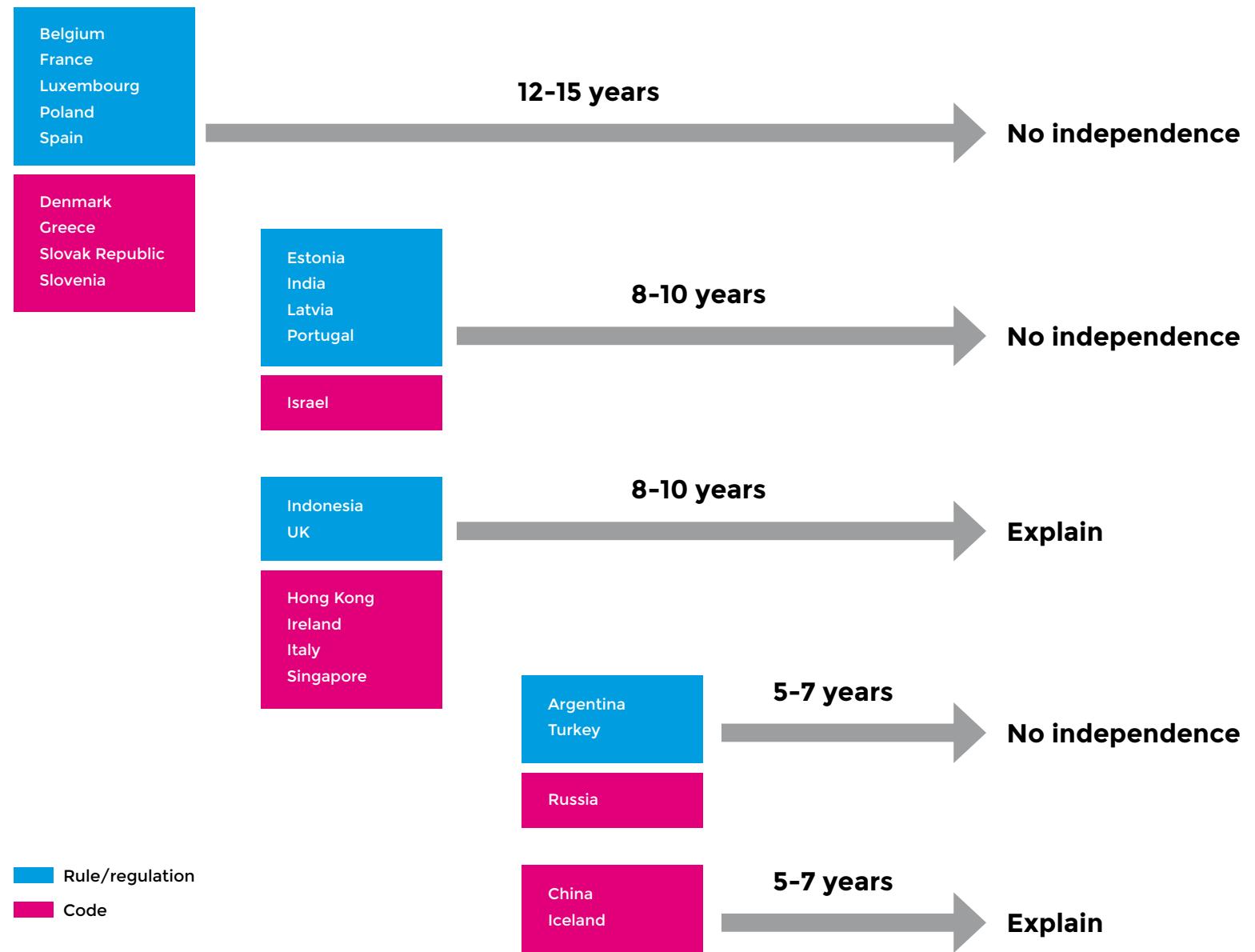


Figura 4.7 Definition of independent directors: maximum tenure. OECD CORPORATE GOVERNANCE FACTBOOK. 2017

- **Tamaño de los consejos y Tiempo máximo transcurrido (tenure) para un consejero en las compañías cotizadas.**

Los límites en el tamaño máximo para los consejos son diversos, existen en solo 7 jurisdicciones, con límites que van de 5 a 21. Sin embargo, la mayoría de las jurisdicciones imponen límites mínimos para el tamaño del consejo de tres a cinco miembros.

Siete jurisdicciones establecen un tamaño máximo del consejo que varía de 5 a 21, mientras que las otras lo dejan a discreción de la compañía. Treinta jurisdicciones requieren o recomiendan un tamaño mínimo del consejo de tres o cinco (siete para las grandes empresas en Chile y 12 para las empresas con consejos “**Two-Tier**” en Noruega. Para los consejos “**Two-Tier**”, solo China (19) y Francia (7) establecen un requisito de tamaño máximo, mientras que 10 jurisdicciones establecen un requisito de tamaño mínimo (cinco en China y Noruega, tres en Brasil, Hungría y Letonia, dos en Italia e Indonesia, y uno en Estonia, Francia, Alemania, Polonia y Eslovenia) (cuadro 4.5, adaptado).

Algunas jurisdicciones requieren un tamaño máximo o mínimo del consejo y “Tiempo máximo” para los miembros del consejo antes de la reelección. En casi todas las jurisdicciones, el mandato determinado por el reglamento de la empresa tiende a ser más breve que el “Tiempo máximo” establecido por la ley.

Cuadro 4.5 (Adaptado). Board size and director tenure for listed companies. OECD Corporate Governance Factbook. 2017 (Parcial)

Jurisdiction	Tier	Board of directors (Supervisory board: two-tier system)			Management board (two-tier system)				
		Size		Appointment	Size		Appointment		
		Minimum	Maximum	Maximum term year	Minimum	Maximum	Maximum term year	By	
France	1+2	3	18	6 (4)	1	7	6	SB	
Germany	2	3	21	5	1-2	--		SB	
Spain	1	3	--	5					
UK	1	2	--	(1)					
USA	1	(3) 9	--	(3) 9					

SB=Supervisory Board

()=recommendation by the codes or principles

4. In some jurisdictions (e.g. Israel) minimum board size is underpinned by the requirement for the membership of audit committees.
9. In the United States, NYSE and Nasdaq rules require companies to have an audit committee of at least three members. The maximum term of three years would apply to companies with classified boards of directors.

- **La diversidad entre los miembros del consejo**

En lo que respecta a la diversidad entre los miembros del consejo que Filatotchev (2012)<sup>71</sup> calificaba como señal de buen gobierno, las conclusiones varían en función de los países analizados.

En el documento de EY, 2017 Proxy Season Review<sup>72</sup> se cita textualmente que:

*“La diversidad del consejo y la igualdad salarial entre géneros son temas clave en 2017. Los inversores y los consejos reconocen la diversidad como un elemento fundamental para mejorar la efectividad del consejo y el talento corporativo”.*

Por ejemplo, al analizar la participación femenina en los consejos, Francia, con un 39% y 42% de mujeres consejeras en 2016 y 2017 respectivamente, se sitúa a la cabeza de esta singular carrera, mientras que España, con un 16% y 17% en 2016 y 2017 respectivamente apenas ha avanzado en este tema. En todo caso y pese a las evidentes diferencias, todos los países tienen aún mucho camino por recorrer en este sentido.

Cuando se analiza la **participación extranjera** en los consejos de administración, Italia se sitúa en la cola con tan solo un 9% y 9.4 % en 2016 y 2017 respectivamente de consejeros no nacionales. Es Holanda quien lidera en este caso la clasificación, llamando la atención con un 36% y 57 % en 2016 y 2017 respectivamente.

En Estados Unidos, de acuerdo con el informe de EY “Time for diversity Accelerating performance in corporate boardrooms”<sup>73</sup> además del género, la diversidad trata, entre otros, de abarcar muchos factores adicionales, como las diferencias en edad, antecedentes, origen étnico, nacionalidad, experiencia profesional y capacitación.

71 FILATOTCHEV, I. (2012) Corporate governance issues in competitive strategy research.

72 [http://www.ey.com/Publication/wluAssets/ey-2017-proxy-season-review/\\$File/ey-2017-proxy-season-review.pdf](http://www.ey.com/Publication/wluAssets/ey-2017-proxy-season-review/$File/ey-2017-proxy-season-review.pdf)

73 <http://www.ey.com/gl/en/issues/governance-and-reporting/audit-committee/ey-time-for-diversity>

Diversity action list for board chairs

- **Set the right tone at the top by** creating a boardroom environment where different perspectives are encouraged and valued. Ensure that all board members understand the business case for accelerating diversity.
- **Start preparing for the introduction of quotas now** to avoid a skills shortage later. Companies in male-dominated industries and those with a background in private equity will need to put in extra effort immediately.
- **Take caution from Norway's example** – women should avoid leaving line-management positions early to join boards. It can be counterproductive in the long run if board candidates leave their jobs before they reach their potential. Challenge the executive team to develop a female-talent pipeline by encouraging women to gain board experience by sitting on the boards of subsidiaries to the board and joining senior committees.
- **Broaden board recruitment processes** to include entrepreneurs and individuals who have board experience not necessarily acquired with listed companies.
- **Monitor diversity in the organization** and ask the executive team for a “diversity dashboard” to track the progression of different groups at every level of the organization. By giving more talented people the chance to progress, your organization is less likely to suffer a skills shortage if quotas come into effect.

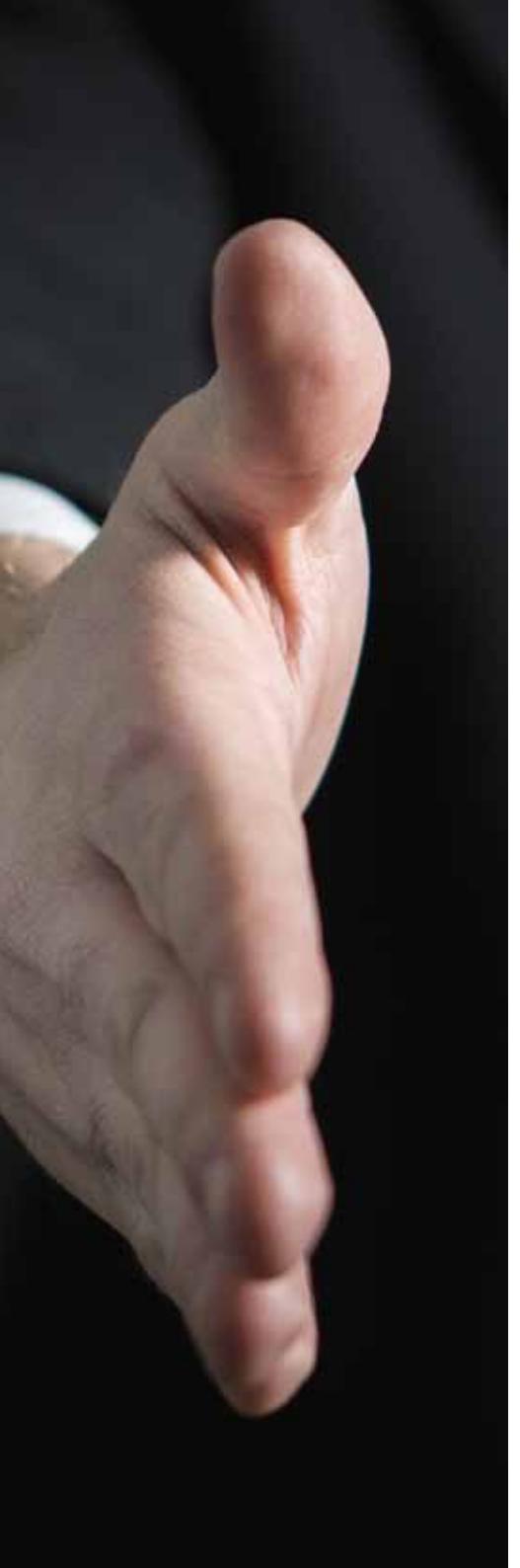
## 19. La Directiva 2014/95/UE

El 24 de noviembre de 2017<sup>74</sup> ha sido aprobado el Real Decreto-ley 18/2017 por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

La Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos, tiene como objetivo identificar riesgos para mejorar la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores, los consumidores y la sociedad en general y para ello incrementa la divulgación de información no financiera, como pueden ser los factores sociales y medioambientales.

- Por un lado, la Directiva 2014/95/UE amplía el contenido exigido en el informe anual de gobierno corporativo que deben publicar las sociedades anónimas cotizadas, en aras de mejorar la transparencia. Facilitando así la comprensión de la organización empresarial y de los negocios de la empresa de que se trate. La nueva obligación para estas sociedades consiste en la divulgación de las «políticas de diversidad de competencias y puntos de vista» que apliquen a su órgano de administración respecto a cuestiones como la edad, el sexo, la discapacidad, o la formación y experiencia profesional. En caso de que la sociedad no aplique una política de diversidad, no existe obligación alguna de establecerla, aunque la declaración sobre gobernanza empresarial ha de explicar claramente el motivo por el que no se aplica.

- **See diversity as critical to business and society** – diversity needs to be embedded both within the company and within the community at large. Encourage board members to go to a school or community organization for half a day each year to talk about what they do.
- **Ask lawmakers to phase in the quota** so that companies have time to prepare.



- Por otro lado esta directiva, que **extiende** la divulgación de información no financiera o relacionada con la responsabilidad social corporativa, contribuye a medir, supervisar y gestionar el rendimiento de las empresas y su impacto en la sociedad. En este contexto, con el fin de mejorar la coherencia y la comparabilidad de la información no financiera divulgada, algunas empresas deben preparar un estado de información no financiera que contenga información relativa, por lo menos, a cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno. De acuerdo con la Directiva 2014/95/UE ese estado debe incluir una descripción de las políticas de resultados y riesgos vinculados a esas cuestiones y debe incorporarse en el informe de gestión de la empresa obligada o, en su caso, en un informe separado correspondiente al mismo ejercicio que incluya el mismo contenido y cumpla los requisitos exigidos.

Esto refuerza el interés de los asesores de voto y por tanto de sus clientes (los inversores institucionales) hacia aspectos que van más allá de las remuneraciones, porque se está transmitiendo una visión transparente sobre cómo se hacen las inversiones, se están mitigando los posibles riesgos adversos de contingencias jurídicas por prácticas de corrupción, etcétera, y esto es una forma de proteger el valor que tienen los accionistas en esas emisoras.

Los inversores, como las empresas, tienen una responsabilidad. Desde los acuerdos de París de 2015<sup>75</sup>, hay una serie de temas como las cuestiones sociales y medioambientales, las políticas de diversidad y competencias que los inversores tienen que tener en cuenta a la hora de invertir y, una vez que hayan invertido, tienen que vigilar y monitorizar sus inversiones. Hay un movimiento claro hacia más exigencias y también hacia más transparencia, sobre estos temas.

Sobre temas de diversidad en general, en Europa la situación es un poco diferente que, en Estados Unidos, por razones históricas. Concretamente en España, como consecuencia de la DIRECTIVA 2014/95/UE, citada anteriormente las empresas están obligadas a divulgar las “**políticas de diversidad y competencias y puntos de vista**” que apliquen a su consejo de administración sobre cuestiones como edad, sexo, discapacidad o formación y experiencia profesional.

---

75 Naciones Unidas. Convención Marco sobre el Cambio Climático. <http://unfccc.int/resource/docs/2015/cop21/spa/09r01s.pdf>

## 20. La figura del presidente

En España, la estructura del consejo de administración responde a la de un “Solo Nivel” o “One-Tier” boards<sup>76</sup>. En este tipo de estructuras “One- Tier” un tema muy importante para los inversores, y que queda claro en las conclusiones de las encuestas de este año, es que desean que exista una separación entre el presidente y el CEO. Es decir, quieren que el presidente sea no ejecutivo y que sea preferiblemente independiente.

De acuerdo con el estudio realizado por EY “*Trends in independent board leadership structures*”<sup>77</sup>

“Las estructuras de liderazgo de los consejo han evolucionado de forma espectacular durante la última década, con más empresas que separan los cargos de presidente y director general, y nombran Consejeros Independientes Coordinadores (independent board leaders). Hoy en día, alrededor del 90% de las compañías del S&P 1500 tienen algún tipo de liderazgo independiente en comparación con solo el 10% en 2000”.

Las compañías con un CEO/presidente combinado y un Consejero Independiente Coordinador también deben divulgar el rol específico que desempeña el consejero independiente coordinador en el liderazgo de la compañía. Tanto los inversores como las empresas asesoras de proxy utilizan esta divulgación para evaluar la estructura de consejo elegida de la empresa”.

- *Separación del presidente del consejo y el CEO. El consejero independiente coordinador.*

Tras la transparencia, otro aspecto en importancia es la figura del consejero independiente coordinador. En este sentido, las normas han influido mucho más que cualquier otro elemento de cara a fomentar un determinado comportamiento dentro del mundo corporativo español. La Ley 31/2014<sup>78</sup>, ha tenido importantes efectos en términos de la composición del consejo y de las comisiones, y un tema muy importante es también el hecho de que se nombre un consejero independiente coordinador, cuando hay un presidente ejecutivo<sup>79</sup>. Esta

76 Artículos «Artículo 529 septies. “Separación de cargos” y Artículo 529 duodecies. “Categorías de consejeros”. Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

77 <http://www.ey.com/us/en/issues/governance-and-reporting/ey-lets-talk-governance-trends-in-independent-board-leadership-structures>

78 Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

79 La composición del consejo de administración de las sociedades cotizadas ha sido una de las cuestiones más estudiadas por los expertos en gobierno corporativo. A este respecto dos son las novedades que se prevén en la figura del presidente: se contemplan de forma expresa sus funciones (ampliables por los estatutos y el reglamento del consejo) y se establece que, cuando el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración deberá nombrar necesariamente un consejero coordinador entre los consejeros independientes que ejerza de contrapeso. Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

era una de las recomendaciones del código de buen gobierno, que no presentaba mucho seguimiento por parte de las empresas. Con este cambio legislativo se ha generalizado la figura de consejero independiente coordinador, cuando existe un presidente ejecutivo, que incluso llega a darse en situaciones donde el presidente no es ejecutivo. Con la figura del consejero independiente coordinador, se ha satisfecho una petición que muchos inversores tenían.

En la evolución del gobierno corporativo hay aspectos poco valorados por los inversores. Uno de ellos es que la figura del Presidente del Consejo sea también el primer ejecutivo de la sociedad (CEO)<sup>80</sup>.

Anualmente ISS<sup>81</sup>, la agencia de asesoramiento proxy más importante del mundo, realiza una encuesta que forma parte de su proceso de actualización de su política de voto<sup>82</sup>. Una de las conclusiones de la encuesta de este año es que entre los inversores hay un consenso bastante unánime, en que exista una separación muy clara entre el presidente y el CEO.

Cada año dentro del proceso de actualización de política de voto, ISS organiza mesas redondas con clientes para determinar cuáles son sus aspiraciones y deseos. De lo que se puede concluir de esas mesas redondas es que, en general, siempre quieren de los asesores de voto una recomendación en contra con respecto al presidente ejecutivo, a menos que haya circunstancias muy excepcionales<sup>83</sup>. Sin embargo, los clientes, según su opinión y su visión del gobierno corporativo, tienen en cuenta factores diversos como, por ejemplo, un gobierno corporativo donde haya una mayoría muy importante de independientes en el consejo y en las comisiones.

80 Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo establece, respecto de la separación de cargos lo siguiente:

«Artículo 529 septies. Separación de cargos.

1. Salvo disposición estatutaria en contrario, el cargo de presidente del consejo de administración podrá recaer en un consejero ejecutivo. En este caso, la designación del presidente requerirá el voto favorable de los dos tercios de los miembros del consejo de administración.

2. En caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración, con la abstención de los consejeros ejecutivos, deberá nombrar necesariamente a un consejero coordinador entre los consejeros independientes, que estará especialmente facultado para solicitar la convocatoria del consejo de administración o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día de un consejo ya convocado, coordinar y reunir a los consejeros no ejecutivos y dirigir, en su caso, la evaluación periódica del presidente del consejo de administración.»

81 Institutional Shareholder Services (<https://www.issgovernance.com/>)

82 <https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-europe-proxy-voting-summary-guidelines.pdf>

83 Combined Chairman/CEO. Generally, vote against (re)election of combined chair/CEOs at widely held European companies.

However, when the company provides assurance that the chair/CEO would only serve in the combined role on an interim basis (no more than two years), with the intent of separating the roles within a given time frame, considerations should be given to these exceptional circumstances.

In this respect, the vote recommendation would be made on a case-by-case basis.

In order for ISS to consider a favorable vote recommendation for a combined chair/CEO to serve on an interim basis, the company would need to provide adequate control mechanisms on the board (such as a lead independent director, a high overall level of board independence, and a high level of independence on the board's key committees). EuropeSummary Proxy Voting Guidelines. 2017 Benchmark Policy Recommendations. Effective for Meetings on or after February 1, 2017. Published January 18, 2017. <https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-europe-proxy-voting-summary-guidelines.pdf>

En este punto, España tiene una ventaja, por ejemplo, con Francia porque, en nuestro país, la ley 31/2014 establece las funciones del consejero independiente coordinador, mientras que en Francia no hay ninguna legislación de este tipo y, en general, este consejero o no tiene muchas funciones o no es independiente.

Es en relación con la figura del consejero independiente coordinador, donde el mundo corporativo español tiene que mejorar y escuchar más a los inversores, pues esta es una de las mayores discrepancias entre estos y las empresas.

Casi dos tercios de las jurisdicciones con un sistema de consejo **One-Tier** requieren o alientan la separación del presidente del consejo y el CEO.<sup>84</sup>

Mientras que solo el 28% de las jurisdicciones con sistemas de consejo **One-Tier** requieren la separación del presidente del consejo y el CEO, se fomenta a través de recomendaciones de códigos o mecanismos de incentivos en un 35% adicional de jurisdicciones. Diez jurisdicciones requieren y 10 jurisdicciones recomiendan la separación de los dos puestos publicándolas en los códigos “cumplir o explicar”. India y Singapur fomentan la separación de los dos puestos a través de un mecanismo de incentivos al exigir una proporción mínima más alta (50% en lugar de 33%) de consejeros independientes en consejos donde el presidente también es el CEO. Algunas jurisdicciones con sistemas de consejo **“Two-Tier”** (como Rusia) también permiten que los consejeros ejecutivos ejerzan en el consejo de supervisión, pero en estos casos también el CEO no puede ejercer como Presidente (Figura 4.5).



**Fuente:** Figure 4.5 Separation of CEO and chair of the board in one-tier systems. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017.

<sup>84</sup> Nearly two-thirds of the jurisdictions with a one-tier board system require or encourage the separation of the board chair and the CEO. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017.

## Independent board leadership structures

Index	Independent board leadership	Form of independent board leadership		
		Chair	Lead director	Presiding director
Fortune 100	93%	27%	53%	14%
S&P 500	94%	27%	54%	13%
S&P MidCap 400	89%	37%	47%	8%
S&P SmallCap 600	85%	41%	41%	6%
S&P Composite 1500	89%	35%	47%	9%

A small number of companies have both independent chairs and lead or presiding directors.

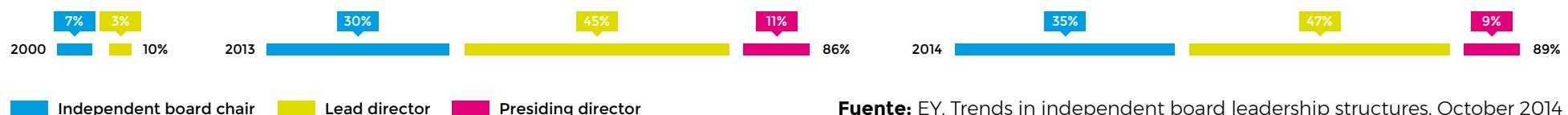
## Independent vs. non-independent chair

Index	Separate chair/CEO	Type of chair	
		Independent	Not independent
Fortune 100	41%	27%	73%
S&P 500	46%	27%	73%
S&P MidCap 400	59%	37%	63%
S&P SmallCap 600	60%	41%	59%
S&P Composite 1500	55%	35%	65%

**Fuente:** EY. Trends in independent board leadership structures. October 2014

Según el informe de EY "Trends in independent board leadership structures": La tendencia es clara: tener en el consejo un Consejero Independiente Coordinador<sup>85</sup>

## Envolving independent board leadership practices at S&P 1500 companies



**Fuente:** EY. Trends in independent board leadership structures. October 2014

En sus votaciones los inversores son conscientes y tienen en cuenta de manera destacada dos aspectos de forma: el nombramiento de un consejero independiente coordinador que tenga funciones establecidas claras y reales y una mayoría de consejeros independientes.

<sup>85</sup> EY "Trends in independent board leadership structures": The trend is clear: having an independent board leader has become standard practice. Most common are independent board chairs or lead directors with position responsibilities such as setting board meeting agendas and controlling the flow of information to the board. Fewer companies have presiding directors, likely because they are often viewed as having a more passive role. Larger companies are more likely to have independent lead directors, while independent board chairs are more common among smaller companies.

## 21. Las operaciones vinculadas. Related party transactions

Uno de los temas importantes en el futuro serán las operaciones vinculadas<sup>86</sup>, en el momento en que estas sean sujeto de aprobación en la junta.

¿Será este, un tema solamente de transparencia, o irá más allá de la simple obligación de transparencia en este tipo de operaciones?

El 20 de mayo se publicó la **Directiva (UE) 2017/828**<sup>87</sup> que modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y cuya fecha de incorporación finaliza, con carácter general, el 10 de junio de 2019.

La **Directiva (UE) 2017/828** pretende reforzar la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas europeas y aumentar la transparencia entre las compañías y sus inversores. Para ello, regula cinco materias:

1. La remuneración de los administradores.
2. La operativa de los *proxy advisors*.
3. La transparencia de los inversores institucionales y los gestores de activos.
4. El impulso al ejercicio transfronterizo de los derechos de voto e información de los accionistas.
5. Las operaciones con partes vinculadas (*Related party transactions*).



<sup>86</sup> Aquellas que relacionan a accionistas o a consejeros con la sociedad.

<sup>87</sup> <http://www.boe.es/doue/2017/132/L00001-00025.pdf>

En el considerando 42 de la DIRECTIVA (UE) 2017/828 se establece:

42. *Las operaciones con partes vinculadas pueden causar un perjuicio a las sociedades y a sus accionistas, ya que pueden dar a la parte vinculada la posibilidad de apropiarse de valor perteneciente a la sociedad. Así pues, es importante que existan salvaguardias adecuadas para la protección de los intereses de las sociedades y los accionistas. Por esta razón, los Estados miembros deben garantizar que las operaciones importantes con partes vinculadas sean sometidas para su aprobación por los accionistas o por el órgano de administración o de supervisión con arreglo a procedimientos que eviten que una parte vinculada se aproveche de su posición y proporcionen una protección adecuada de los intereses de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los minoritarios.*

El artículo 1 de las Modificaciones de la Directiva 2007/36/CE dicha directiva se modifica como sigue:

«1. La presente Directiva establece requisitos referentes al ejercicio de determinados derechos de los accionistas vinculados a acciones con derecho a voto, en lo que atañe a las juntas generales de sociedades que tengan su domicilio social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado que esté situado u opere en un Estado miembro. También establece requisitos específicos con el fin de fomentar la implicación de los accionistas, en particular a largo plazo. Dichos requisitos específicos se aplican en relación con la identificación de los accionistas, la transmisión de información, la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas, la transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto, la remuneración de los administradores y las operaciones con partes vinculadas.

De acuerdo con el trabajo de Francisco José León Sanz<sup>88</sup>

**Las operaciones con partes vinculadas** es una de las novedades más importantes de la nueva Directiva. Como el resto de las materias que contiene la norma europea, el tratamiento de esta cuestión se hace en atención a los problemas específicos que se plantean en el ámbito de las sociedades cotizadas. Esta parte de la Directiva ha sido la que, probablemente, **haya resultado objeto de mayores modificaciones**<sup>89</sup> en el procedimiento de elaboración y aprobación de la Directiva, por las importantes diferencias que existen entre los distintos ordenamientos de los Estados miembros, en particular en derecho de grupos.

88 <http://almacendedederecho.org/las-operaciones-parte-vinculadas-las-sociedades-anonimas-cotizadas-segun-la-directiva-200736ce/>

89 Related party transactions: board members and Shareholders. Markus Roth, University of Marburg.

En el régimen de las operaciones con partes vinculadas en las sociedades cotizadas confluyen tres perspectivas: la de la regulación de la información contable-financiera, la del mercado de valores y la del derecho de sociedades.

La Directiva (UE) 2017/828 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE atiende, fundamentalmente, a los intereses de los inversores en los mercados de valores. En este sentido, el contraste con **la norma correspondiente estadounidense puede ser útil**<sup>90</sup>.

La Directiva (UE) 2017/828 en su artículo 9 quater “Transparencia y aprobación de las operaciones con partes vinculadas” establece deberes de transparencia en relación con las operaciones con partes vinculadas y contiene una serie de reglas básicas para asegurar que las operaciones se realizan en condiciones justas y razonables y para garantizar la legitimidad de la forma de aprobar las operaciones con partes vinculadas.

La norma comunitaria concede amplias facultades de opción a los Estados miembros para que puedan adecuar el régimen europeo a las particularidades del Derecho de sociedades y del Derecho de grupos de cada Estado. La normativa europea sobre operaciones con partes vinculadas se apoya, básicamente, en tres principios: el principio de la transparencia, el principio de equidad y el principio de la independencia.

El apartado primero del artículo 9 quater establece lo siguiente:

1. A los efectos del presente artículo, los Estados miembros definirán las **operaciones importantes** teniendo en cuenta:
  - a) La influencia que la información sobre la operación pueda tener en las decisiones económicas de los accionistas de la sociedad.
  - b) El riesgo que la operación entraña para la sociedad y sus accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios.

A la hora de definir las **operaciones importantes**<sup>91</sup>, los Estados miembros fijarán uno o varios indicadores cuantitativos basados en el impacto de la operación en la situación financiera, los ingresos, los activos, la capitalización, incluidos las acciones, o el volumen de negocios de la sociedad, o tener en cuenta la naturaleza de la operación y la posición de la parte vinculada.

90 The SEC and the Courts' Cooperative Policing of Related Party Transactions. Geeyoung Min. Columbia Law School

91 "Los auditores externos de la sociedad deberían revisar anualmente toda operación vinculada que no sea insignificante y facilitar a los accionistas un informe identificando toda operación significativa y confirmando que, según su leal saber y entender, todas las operaciones que tengan que someterse a la aprobación por los administradores no interesados de la sociedad y por los accionistas no interesados de la sociedad, han sido aprobados de este modo. De ser posible, los auditores externos deberían informar además sobre si, a su juicio, las operaciones vinculadas no insignificantes se hicieron en términos equitativos y de mercado (on arms length terms). A efectos prácticos, un requisito así aseguraría que los auditores fueran consultados antes de la conclusión de la operación, para cerciorarse [los administradores] de que estuvieran satisfechos con sus condiciones. Ello proporcionaría un control adicional sobre el carácter equitativo de las operaciones". [http://www.indret.com/pdf/162\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/162_es.pdf)



*Los Estados miembros podrán adoptar distintas definiciones de importancia para la aplicación del apartado 4 (artículo 9 quater) de las adoptadas para la aplicación de los apartados 2 y 3 (artículo 9 quater), así como diferenciar las definiciones según la dimensión de la sociedad.*

*Vemos pues que este es un concepto abierto de operación con partes vinculadas que se apoya en la relevancia de la información para la adopción de decisiones por parte de los accionistas y en la importancia del riesgo de la operación para las partes no vinculadas, en particular, para los accionistas minoritarios.*

*La Directiva define las partes vinculadas por remisión a las normas internacionales de contabilidad, en concreto a la NIF nº 24 (art. 2º h)<sup>92</sup> que remite al Reglamento 1606/2002 de 19 de julio<sup>93</sup>, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad). El régimen de transparencia y de ponderación se extiende a las operaciones importantes entre las partes vinculadas de la sociedad y sus filiales.*

*Se reconoce a los Estados miembros la facultad de excluir la aplicación del régimen de operaciones con partes vinculadas a las operaciones entre la sociedad y sus filiales íntegramente participadas, así como cuando haya una regulación específica en materia de grupos.*

*En materia de transparencia, la Directiva prevé que las operaciones significativas con partes vinculadas han de ser objeto de publicidad en el momento de su celebración. La información que se publique deberá contener la naturaleza de la relación con la parte vinculada y su nombre, la fecha y el valor de la operación, así como todo aquello que sea necesario para poder apreciar si la operación resulta justa y razonable. (apartado 2 (artículo 9 quater)).*

---

92 <http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es/nic/pdf/NIC24.pdf>

93 <http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es/nic/pdf/NIC24.pdf>

En materia de ponderación, se establece que los Estados miembros pueden disponer que se elabore y que se publique un informe que tenga por objeto determinar si la operación con una parte vinculada es justa y razonable (apartados 3 (artículo 9 quater), desde el punto de vista del interés social y de los intereses de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los minoritarios. El informe deberá recoger los métodos en los que se ha basado para su elaboración. Los Estados miembros pueden decidir que el informe sea elaborado por un tercero independiente, por el órgano de administración o de supervisión de la sociedad o por el comité de auditoría o por un comité compuesto por mayoría de independientes.

Finalmente, en materia de **imparcialidad**, la Directiva considera necesario que se establezcan medidas adecuadas para evitar que la parte vinculada se aproveche de su situación y para la protección del interés social y de los intereses de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los minoritarios (apartados 4 (artículo 9 quater). A este respecto, se prevé que la decisión sobre operaciones importantes con partes vinculadas pueda ser competencia del Consejo de Administración o de la Junta general. Se establece un deber de abstención de los administradores o de los socios que participen en la operación con partes vinculadas. Los Estados miembros pueden permitir que el socio que participe en la operación pueda votar en la Junta general. Ahora bien, en este caso, la operación únicamente se podrá aprobar si es apoyada por el voto mayoritario de los accionistas que no sean partes vinculadas o siempre que no cuente con el parecer contrario de la mayoría de los administradores independientes, que tendrían, en estos supuestos, una suerte de derecho de voto.

A modo de resumen y después de destacar los aspectos más importantes en lo que se refiere a las operaciones con partes vinculadas la **Directiva (UE) 2017/828**, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas **cuya fecha de incorporación definitiva es el 10 de junio de 2019**, brinda al legislador español la posibilidad de realizar una revisión y, en su caso, actualización de la actual normativa con ocasión de su trasposición. Es decir, la Directiva se limita a establecer unos principios generales y otorga una gran autonomía a los Estados miembros para regular esta materia.





## 22. Competencias de la junta de accionistas

Para que las juntas tengan buenos resultados es muy importante dialogar durante todo el año. Esta es una cuestión fundamental.

Dado que hay muchas competencias que están en sede del consejo de administración, pero no se someten a votación en la junta ¿se deberían incrementar el número de competencias que actualmente están reconocidas en la ley para la junta de accionistas?

En España<sup>94</sup>, la normativa de buen gobierno en remuneraciones se vio reforzada con la Ley 31/2014. Entre sus novedades, incorpora la necesidad de que las sociedades elaboren y publiquen anualmente un informe sobre remuneraciones de consejeros que debe someterse a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día a la junta ordinaria de accionistas. Asimismo, la política de remuneraciones de consejeros se aprobará con carácter vinculante, al menos cada tres años.

Se podrían ampliar las competencias de la junta general de accionistas, pero hay que encontrar un equilibrio entre la eficiencia de organización de una empresa y el derecho de los accionistas. Si todo pasase por la junta, sería impracticable.

Lo que sí que podría ocurrir o favorecerse es que algunos asuntos estén votados de forma más detallada. Por ejemplo, en Francia, las indemnizaciones de los ejecutivos se tratan como operaciones con partes vinculadas y pasan por un punto separado de la junta.

La Ley 31/2014 ha otorgado la posibilidad a las empresas de que algunos asuntos no se sometan a la junta. En ISS se ha decidido recomendar en contra cuando una empresa quiere evitar que la junta le diga cómo actuar sobre puntos estratégicos. ISS entiende que, si un accionista tiene una propuesta que vale la pena entender o escuchar, la Ley debería permitir que los accionistas pudiesen opinar sobre este tipo de cuestiones. Por tanto, existe un equilibrio muy delicado y muy difícil de encontrar, aunque, hoy en día, el marco regulatorio en España es muy completo, lo que no es óbice para que ciertos puntos se pudiesen incluir como, por ejemplo, las operaciones con partes vinculadas. En cualquier caso, es muy probable que los derechos de accionistas de la junta se amplíen de manera significativa.



La junta de accionistas es un acto muy importante. Hay un caso famoso donde la junta de accionistas fue interrumpida por la revuelta de los accionistas opuestos a una venta. En esta junta, la tensión aumentó tras la intervención del abogado Mischaël Modrikamen, que representaba a un grupo de accionistas opuestos al acuerdo entre el Estado belga y BNP Paribas y que volvió a reclamar la suspensión de los derechos de voto de 170 millones de títulos en poder del grupo Fortis<sup>95</sup>.

- Asistencia telemática o voto por medios de comunicación a distancia<sup>96</sup>

En Estados Unidos y de forma creciente en Reino Unido, hay empresas que quieren poder organizar sus juntas de accionistas de forma diferente. Un ejemplo de esto sería la asistencia telemática a las juntas.

La Ley de Sociedades de Capital, hace una mención sobre pactos estatutarios de asistencia telemática o voto por medios de comunicación a distancia en el artículo 182

95 Interrumpen la junta de Fortis ante la revuelta de accionistas opuestos a la venta 28/04/2009. <http://www.periodistadigital.com/old/1140627.shtml>

96 Virtual Shareholder Meetings. Changes to or Clarification of Guideline(s). Proxy season 2018: ISS and Glass Lewis issue guidelines

1. both ISS and GL have publicly supported hybrid meetings (expanding participation in “in-person” meetings electronically to persons who cannot attend in person).
2. concern regarding virtual-only meetings that such meetings may restrict ability of shareholders to participate.
3. no ISS or GL recommendation for 2018 season but GL will be looking for robust disclosure as to how the issue of shareholder participation will be addressed.
4. in 2019, GL will generally recommend voting against members of the governance committee where the board is intending to hold a virtual-only meeting and does not provide robust disclosure in the circular that assures shareholders they will be afforded the same rights at a virtual meeting as they would have at an in-person meeting



#### Artículo 182. Asistencia telemática.

Si en las sociedades anónimas los estatutos prevén la posibilidad de asistencia a la junta por medios telemáticos, que garanticen debidamente la identidad del sujeto, en la convocatoria se describirán los plazos, formas y modos de ejercicio de los derechos de los accionistas previstos por los administradores para permitir el ordenado desarrollo de la junta. En particular, los administradores podrán determinar que las intervenciones y propuestas de acuerdos que, conforme a esta ley, tengan intención de formular quienes vayan a asistir por medios telemáticos, se remitan a la sociedad con anterioridad al momento de la constitución de la junta. Las respuestas a los accionistas que ejerciten su derecho de información durante la junta se producirán por escrito durante los siete días siguientes a la finalización de la junta.

También en el “Artículo 521. Participación a distancia” de la LSC se establece:

*Artículo 521. Participación a distancia.*

1. La participación en la junta general y el voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día de cualquier clase de junta general podrán delegarse o ejercitarse directamente por el accionista mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, en los términos que establezcan los estatutos de la sociedad, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que participa o vota y la seguridad de las comunicaciones electrónicas.
  - a. En este caso se puede llegar a que la junta sea totalmente virtual. De esta forma los accionistas desde su casa pueden votar de forma eléctrica, telefónica. Luego el consejo le hace preguntas y respuestas.
2. Otra posibilidad es hacer las juntas de forma híbrida. Combinando la forma presencial y la asistencia telemática.



En el estudio “2017 proxy season review” de EY<sup>97</sup> se pone de manifiesto que está bajo observación detallada la práctica de compañías que mantienen juntas de accionistas virtuales. Esta práctica parece estar en aumento en US dado que han pasado del 3%, las empresas del S&P 500 que en el año 2016 celebraron juntas de accionistas virtuales, al 5% en el año 2017.

Si bien el número de empresas, que mantienen juntas de accionistas virtuales son pequeñas, la tendencia creciente ha alarmado a algunos inversores que creen que se niega a los accionistas la oportunidad de contactar personalmente con los líderes de las empresas, y esto puede proteger a las empresas de sus responsabilidades y de las críticas de los accionistas<sup>98</sup>.

97 [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2017-proxy-season-review/\\$File/ey-2017-proxy-season-review.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2017-proxy-season-review/$File/ey-2017-proxy-season-review.pdf)

98 See Comptroller Stringer: Virtual Only Meetings Deprive Shareowners of Important Rights, Stifle Criticism, New York City Comptroller, 2 April 2017, and the Interfaith Center on Corporate Responsibility's Statement in Support of In-Person Annual Stockholder Meetings, 11 April 2017.

## 23. Desregulación

Los Estados Unidos han sido una referencia bajo el punto de vista de gobierno corporativo. Ahora en Estados Unidos se habla de **deregulation**<sup>99</sup>. En opinión del *proxy advisor*, ¿Cómo se plantea esa cuestión en Europa?

En ISS, no ven la desregulación como algo verdaderamente positivo. La regulación se impuso, sobre todo, después de la crisis financiera. El legislador lo hizo para proteger, fundamentalmente, a los inversores, a los clientes de los bancos, a los proveedores y, en general, a todos los sectores de la economía. Con más desregulación, posiblemente, se pueda favorecer el crecimiento económico, pero desde un punto de vista jurídico, las desregulaciones hay que contemplarlas con mucho cuidado.

Como se ha citado al principio de este párrafo, los Estados Unidos son una referencia de gobierno corporativo, sin embargo, los derechos de los accionistas no están tan seguros como en Europa. Por ejemplo, en el citado país una empresa puede tener una determinada posición sobre un tema. En este caso, aunque la junta de accionistas haya decidido una determinada posición sobre el tema en cuestión, el consejo de administración puede decidir lo contrario porque es quien tiene la última palabra.<sup>100</sup>

- Cumplir o explicar (“comply or explain”)

El *proxy advisor* ve a Europa como un mercado mucho más seguro desde el punto de vista jurídico que Estados Unidos. En Estados Unidos no existe un código de buen gobierno, donde unas empresas pueden cumplir o explicar por qué no siguen una recomendación. Este es uno de los motivos por los que la política de ISS es mucho más indulgente en Estados Unidos, que en Europa<sup>101</sup>. En Estados Unidos no son tan estrictos y esto se debe, en parte, por la menor presencia de normativa y de regulación.

99 Secrecy and Suspicion Surround Trump's Deregulation Teams. <https://www.nytimes.com/2017/08/07/business/trump-deregulation-teams-transportation-department.html>

100 Se debe tener claro que el Consejo será quien tenga toda la información del negocio y tome por ello las decisiones estratégicas, aprobando además el presupuesto anual y formulando las cuentas; y la Junta será quien apruebe las cuentas anuales y cualquier modificación en el capital de la sociedad. <https://medium.com/jme-venture-capital/entendiendo-las-funciones-de-junta-vs-consejo-3ed0a1886b97>

101 El principio «cumplir o explicar», consagrado en el artículo 20 de la Directiva 2013/34/UE, constituye un elemento clave de la gobernanza empresarial europea. Según este principio, las empresas que se aparten del código de gobernanza empresarial pertinente han de explicar en su declaración de gobernanza empresarial qué partes del código no aplican y las razones para ello. RECOMENDACIÓN DE LA COMISIÓN de 9 de abril de 2014 sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial («cumplir o explicar»)

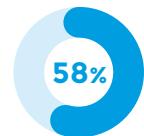
De acuerdo con el documento de la OECD "Corporate Governance Factbook 2017"<sup>102</sup> el equilibrio entre "cumplir o explicar" se recoge de la siguiente manera:

*"El equilibrio entre un enfoque de "cumplir o explicar" y una regulación formal en el marco de gobierno corporativo varía según las jurisdicciones. Si bien casi todas las jurisdicciones ahora tienen códigos o principios nacionales, con un 84% siguiendo un marco de "cumplir o explicar", algunas jurisdicciones no tienen tales códigos, y abordan estos problemas principalmente a través de leyes, regulaciones y requisitos para las cotizadas".*

*Un ejemplo de ello son las jurisdicciones de India y Estados Unidos, que no tienen códigos o principios nacionales en el marco de "cumplir o explicar". En cambio, las leyes y regulaciones (incluidas las reglas de cotización) proporcionan el marco principal para abordar los problemas de gobierno corporativo.*

*Teniendo en cuenta la naturaleza dinámica de las actividades comerciales y el comportamiento de los inversores, el equilibrio adecuado entre un enfoque de "cumplir o explicar" y una regulación formal puede cambiar con el tiempo. Algunos cambios en el equilibrio han ocurrido recientemente. Turquía, por ejemplo, adoptó un enfoque obligatorio en 2011, al exigir a las grandes compañías cotizadas que cumplan con algunas de las disposiciones recomendadas por la "Corporate Governance Principles" publicadas por la "Capital Markets Board of Turkey (OECD, 2013: Box 3.1). Portugal introdujo, en 2013, un código adicional preparado por un instituto privado además del código existente preparado por el regulador. Japón (en 2015) y Brasil (en 2016) también recientemente introdujeron códigos de gobierno corporativo en el marco de "cumplir o explicar", mientras que se estaba preparando un nuevo código en China.*

### Implementation mechanisms of corporate governance codes



Comply or explain (by law or regulation): 26



Comply or explain (by listing rule): 11



Binding (by law, regulation or listing rule): 3



Mixed (Binding & Comply or explain): 2



No implementation mechanisms: 2



Comply or explain (others): 1

**Fuente:** Corporate Governance Factbook.2017

102. 2.1 The regulatory framework for corporate Governance. OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017. <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Factbook.pdf>

## 24. Contacto con los inversores institucionales

Respecto del contacto con los inversores institucionales y los accionistas, el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en su recomendación 4 establece:

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

También el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en su recomendación 34 establece:

*"Que cuando exista un consejero coordinador, los estatutos o el reglamento del consejo de administración, además de las facultades que le corresponden legalmente, le atribuya las siguientes:*

- *Presidir el consejo de administración en ausencia del presidente y de los vicepresidentes, en caso de existir.*
- *Hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros no ejecutivos.*
- *Mantener contactos con inversores y accionistas para conocer sus puntos de vista a efectos de formarse una opinión sobre sus preocupaciones, en particular, en relación con el gobierno corporativo de la sociedad.*
- *Coordinar el plan de sucesión del presidente".*

De forma creciente las sociedades del Ibex-35 y del mercado continuo están haciendo un esfuerzo considerable para adaptarse a las nuevas exigencias en materia de Gobierno Corporativo. En este sentido, del informe de EY: Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del Gobierno Corporativo de Noviembre 2017 podemos destacar lo siguiente:

- La importancia del Gobierno Corporativo
  - *La comunidad financiera en su conjunto ha aumentado la demanda de información sobre las prácticas de Gobierno Corporativo. Es un aspecto que ya no sólo se limita a la Inversión Socialmente Responsable ni a los inversores institucionales, sino que cada vez se incorpora más a los criterios de decisión de la mayor parte de los inversores. Este aumento de la demanda por parte de los inversores y accionistas está muy condicionado por el papel creciente de los proxy advisors o asesores de voto, que han impulsado, a través de la formulación de recomendaciones, una mejora de los sistemas de Gobierno Corporativo de las organizaciones.*

- Analizar el posicionamiento en Gobierno Corporativo

- *En España, las reformas que se hicieron con la Ley 31/2014 de Sociedades de Capital y en el último Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas nos han situado, desde el punto de vista de posible aplicación, en un nivel muy avanzado respecto a otros países de Europa.*
- *El esfuerzo considerable que han tenido que acometer las empresas españolas para adaptarse a las nuevas exigencias resultantes quedó constatado en el Informe anual de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de la CNMV, correspondiente al ejercicio 2016, en el que el 37% de las compañías aseguraron haber seguido cerca del 90% de las recomendaciones.*

*Hay una mayor involucración por parte de los Consejos a dedicar tiempo a explicar su modelo de gobierno corporativo a los inversores institucionales siendo este un aspecto mencionado en el nuevo CBGSC (recomendación 34<sup>103</sup>) en cuanto a las funciones del Consejero Independiente Coordinador se refiere. No obstante, estos contactos con inversores y "Proxy advisors" tienen lugar todavía con más frecuencia por parte del Secretario del Consejo o el propio CEO.*



*En opinión de los consejeros, el Consejero Independiente Coordinador, cuando existe, está concentrado en actuar de canal de comunicación con los consejeros independientes, pero, en general, poco involucrado en mantener contactos con inversores y accionistas, así como tampoco en la coordinación del plan de sucesión del Presidente como establece la recomendación 34 del CBGSC.*

En la práctica en las compañías, hay una cierta reticencia en torno a dejar a un consejero que hable con los inversores institucionales y con los accionistas porque estas creen que eso es misión del Lead Director, el secretario general o el CEO<sup>104</sup>.

En relación con la información, comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto, es interesante analizar el documento publicado por la compañía Duro Felguera, SA<sup>105</sup>. En el punto IV.1. Canales generales de información, comunicación y contactos se establecen los diferentes canales de comunicación. Es el Consejo de Administración de DURO FELGUERA la fuente de comunicación de la compañía por los diferentes canales con inversores institucionales, accionistas y el mercado en general.

103. Mantener contactos con inversores y accionistas para conocer sus puntos de vista a efectos de formarse una opinión sobre sus preocupaciones, en particular, en relación con el gobierno corporativo de la sociedad. Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Recomendación 34

104. En la página web de la sociedad se habilitará un foro electrónico de accionistas, al que podrán acceder con las debidas garantías tanto los accionistas individuales como las asociaciones voluntarias que puedan constituir, con el fin de facilitar su comunicación con carácter previo a la celebración de las juntas generales. En el foro podrán publicarse propuestas que pretendan presentarse como complemento del orden del día anunciado en la convocatoria, solicitudes de adhesión a tales propuestas, iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente para ejercer un derecho de minoría previsto en la Ley, así como ofertas o peticiones de representación voluntaria.» Artículo Cincuenta y nueve. Ley 31/2014 de 3/12

105. Política de Información, Comunicación y Contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto de DURO FELGUERA, S.A. 23 /12 /2015

## 25. El rol o el papel de los Proxy Solicitors

Cuál es el rol o el papel de los *Proxy Solicitors*. ¿Pueden ser un mecanismo positivo de comunicación entre las emisoras y los inversores institucionales/accionistas? La existencia de este canal de comunicación ¿podría favorecer la transparencia en las emisoras de modo que se eviten que las votaciones salgan desviadas? ¿los *Proxy Solicitors* pueden desempeñar un papel en este campo?

Pocas veces los asesores de voto están en contacto con los *proxy solicitors*. Por ejemplo esto suele suceder en el momento de la junta general o cuando una empresa hace un *road show*. Si el *proxy solicitor* hace de canal de comunicación, puede ayudar a la empresa a conectar más y mejor con sus accionistas. Esto contribuiría a que conociesen mejor a sus accionistas y a los inversores institucionales.

A la hora de recomendar, el *proxy advisor*, tiene que tener en cuenta la evolución de la empresa y en general todos los aspectos de la vida y la historia de la misma. También hay que considerar que los clientes de los asesores de voto son los inversores institucionales, trabajan para ellos por lo que no hacen recomendaciones a los emisores. Si el inversor no está contento y el emisor si lo está, es que el *proxy advisor* algo no está haciendo bien.

La junta es un evento anual, así que hay cosas que el *proxy advisor* ve de forma anual por lo que, la historia de la empresa, de dónde viene y a dónde va, son aspectos que tiene que tener en cuenta el asesor de voto para poder recomendar.

- a. Las recomendaciones son importantes, pero informar a sus clientes es lo más importante para el *proxy advisor*. A muchos de sus clientes les importa tanto la recomendación como la información que contiene el informe.
  - i. Por ejemplo, el *proxy advisor* debe entender por qué finalmente, una recomendación negativa, ha sido votada a favor por más del 90% de los votos. Esta situación no es muy frecuente, teniendo en consideración la influencia de ciertos *proxy advisors* como por ejemplo ISS.

La responsabilidad última la tiene el accionista, que es quién vota. Si un accionista descuida totalmente su responsabilidad de voto, es su responsabilidad, no la del *proxy advisor*. Los asesores de voto tienen clientes a los que sí les importa el gobierno corporativo, que están muy involucrados en esos temas, que vigilan sus inversiones por el lado financiero y no financiero y como el mundo es global, cada *asset manager* invierte en muchas empresas por lo que, a veces, los portfolios están compuestos de miles de empresas.



Cuando, por ejemplo, un inversor japonés va a invertir en una empresa española, como conoce tan poco del mercado español, obviamente, debe confiar en su proxy advisor. Por ello, cuando el inversor en cuestión contrata a un asesor de voto, es porque cree que este tiene la mayor experiencia, y, en consecuencia, entiende que, el precio que paga por el servicio del proxy advisor, es coherente con lo que recibe.

Los asesores de voto son conscientes de las críticas a las que se ven sometidos por concentrar mucho poder y, en ese sentido, creen que la competencia dentro de su negocio es muy positiva. Los grandes asesores de voto como ISS y Glass Lewis son conscientes de que hay asesores locales de voto, que acaban de nacer y, en ese sentido, favorecen la competencia, porque la concentración de poder no es aconsejable. Pero siempre teniendo en cuenta que, una vez más, la responsabilidad final la tiene el accionista.

Si las empresas ven que los proxy advisors tienen mucho o demasiado poder, deberían ponerse en contacto con los accionistas directamente, porque son estos últimos los que votan y son ellos los que deben saber cómo votar y si lo que votan tiene sentido o no.

Respecto de la importancia que, de forma creciente van teniendo los Proxy Advisors, es interesante lo recogido en el documento de EY, ya citado anteriormente, sobre "Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del Gobierno Corporativo de Noviembre 2017"

- *Los proxy advisors o asesores de voto, han impulsado, a través de la formulación de recomendaciones, una mejora de los sistemas de Gobierno Corporativo de las organizaciones.*
- *La figura del proxy advisor está desempeñando un papel fundamental en el análisis del Gobierno Corporativo de la empresa, ya que con recomendaciones de voto, a veces negativas, suscitan tendencia y necesidad de modificar determinados comportamientos en las compañías. En este sentido, los puntos en los que fijan su atención son los informes anuales de remuneraciones así como la aprobación de incentivos a largo plazo.*

## 26. Los estándares internacionales y la legislación española

Las mejoras que se pueden observar en el entorno español son muy importantes, por ejemplo, el reforzamiento de los derechos de los accionistas y de los minoritarios es un valor añadido. Para las empresas españolas, el actual marco jurídico y regulatorio es, de momento, una ventaja bastante importante. También hay que tener en consideración que ahora la mayoría de la legislación viene de la Unión Europea, y este no es el caso de España únicamente, sino de todos los países miembros de la Unión. Ahora es una cuestión de cómo adaptar esa legislación a las especificidades locales.

Desde el punto de vista del asesor de voto, lo que se impulsa desde el nivel europeo es muy importante. Por ejemplo, en cuestión de auditoría lo último viene totalmente de la directiva 2014/95/UE<sup>106</sup>. Por lo tanto, la ley española sí tiene su importancia, sobre todo, por ejemplo, la ley 31/2014. Al ser estas leyes y directivas procedentes, muchas de ellas, de legislación europea, hacen que las diferencias entre los países miembros de la Unión Europea tiendan a desaparecer.



106. Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

## 27. ¿Es el asesor de voto el impulsor de ir por encima de la normativa y de las buenas prácticas, de los códigos de buen gobierno de los países?

Los asesores de voto no son “rule makers”. Sería un error creer esto. Lo que pretenden es reflejar las aspiraciones de los inversores en sus políticas de voto. Por eso, el proceso es bastante elaborado, sofisticado y abierto.

Sobre los incentivos a largo plazo en efectivo, desde el punto de vista del asesor de voto, las preferencias son los incentivos en acciones, porque se considera que eso vincula más el interés del ejecutivo con el valor del accionista. Aunque es lo que prefieren los asesores de voto, tampoco consideran negativamente un incentivo en efectivo por el mero hecho de que sea en efectivo. Si el diseño del plan está bien y corresponde con las estrategias de la empresa y se recompensa de forma adecuada a la cúpula directiva, los *proxy advisors* estarán de acuerdo, pues siempre analizan el plan en su conjunto y no en un aspecto particular.

Cuando se detectan aspectos negativos, los tienen en cuenta, pero siempre intentan hacer una evaluación global de cada aspecto de la política de retribuciones.

Las denominadas **performance shares**, son un instrumento basado en métricas plurianuales cuya moneda de pago son acciones de la compañía. Permiten un doble incentivo muy alineado con los intereses de los accionistas:

- b. Recompensan el logro de objetivos cercanos a la gestión del directivo. A mayor logro, mayor número de acciones.
- c. A la vez hacen posibles ganancias en el precio de la acción, tanto durante la vida del plan como si, posteriormente, el directivo las mantiene en cartera. Es por ello que, los *proxy advisors*, apuestan por este tipo de planes para los próximos tiempos, aunque los planes con **opciones** nunca desaparecerán por completo.



Las **Performance Shares** pueden estar vinculadas al retorno total para el accionista (RTA)<sup>107</sup>. Las opciones como instrumento de recompensa han desaparecido bastante en España.<sup>108</sup> **Es más ventajoso ahora otorgar performance shares que opciones.**

Que una empresa decida recompensar a sus directivos de una manera u otra no es un tema que le competa al asesor de voto. Es un tema que tiene que decidir el consejo de administración. El *proxy advisor* está para decir si le parece bien la retribución de los directivos o para decir que la retribución no está alineada con el interés del accionista.

La falta de incentivo a largo plazo, no se ve como algo muy negativo por el asesor de voto, aunque, a la mayoría de los inversores les gusta que los incentivos sean de largo plazo. Porque, consideran que, si se recompensa a los directivos, por ejemplo, con dinero que van a cobrar, dentro de tres o cinco o más años, dependiendo de la evolución de la empresa y el precio de la acción, en este caso el interés del accionista está más en línea con el del ejecutivo. No obstante, también hay paquetes retributivos sin incentivo a largo plazo, y que funcionan muy bien en ciertas empresas. Por ejemplo, si el directivo tiene un 20% o un 30% del capital, el interés a largo plazo ya lo tiene, por lo que no hará falta, un incentivo a largo plazo.

El asunto de los minoritarios<sup>109</sup> puede ser problemático para las empresas españolas porque, con el 3% del capital social ya la ley no te reconoce como independiente<sup>110</sup>, mientras que en otros países sí que lo es hasta el 10%. En cierta medida sería justo que los minoritarios tuviesen el mismo tratamiento en España que en otros países, porque en Francia, en Alemania o en Estados Unidos, con el 7% se es independiente y en España no, y eso no tiene mucho sentido, por lo tanto, hay clientes de los asesores que discrepan de la definición española de consejero independiente.

Pero este es un tema que lo tiene que llevar el regulador, el Estado. Si hubiese alguna iniciativa en ese sentido, los *proxy advisors* estarían encantados de participar y dar su opinión, y tratar de que se consiguiese un nivel europeo en este caso.

<sup>107</sup> Retorno total para el accionista ("RTA"). Se entenderá por RTA la diferencia (expresada como relación porcentual) entre el valor final de una inversión en acciones ordinarias y el valor inicial de esa misma inversión, teniendo en cuenta que para el cálculo de dicho valor final se consideran los dividendos u otros conceptos similares (i.e. script dividends) percibidos por el accionista por dicha inversión durante el correspondiente periodo de tiempo.

<sup>108</sup> Alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas, incentivando la creación de valor, es el objetivo fundamental de cualquier incentivo a largo plazo y, en particular, el esgrimido por los proponentes de las stock options (opciones sobre acciones). En efecto, las opciones son un buen instrumento para recompensar el aumento en la cotización de una empresa, ya que sólo tienen valor si las acciones suben de precio. No obstante, su utilización masiva como incentivo a largo plazo para directivos ha suscitado una animada polémica que se ha visto recogida en varias ocasiones en los medios de comunicación. Las críticas más repetidas se dirigen contra las elevadas cantidades que algunos directivos han recibido, y denuncian las opciones como un instrumento que incita al fraude contable, al poner como objetivo principal para los directivos el aumento en la cotización de la acción. *Performance Shares: Una alternativa equilibrada a las opciones.* TONY GENNAOUI e IGNACIO REVUELTA, Socio-Director General y Gerente, respectivamente, de Towers Perrin.

<sup>109</sup> En lo que respecta a los llamados derechos de minoría en las sociedades cotizadas, se entiende conveniente rebajar el umbral necesario para que los accionistas puedan ejercer sus derechos hasta el tres por ciento del capital social y se establece en mil el número máximo de acciones que los estatutos podrán exigir para asistir a la junta general.

<sup>110</sup> Según el CUGC, todo consejero cuya participación accionarial o la del accionista que representa excede del 3% o que haya sido designado por su condición de accionista -aunque no alcance ni represente ese límite- será calificado como consejero dominical. Por debajo del 3%, en cambio, un consejero podrá tener el carácter de dominical o el de independiente si reúne todos los requisitos de esta última condición.

## 28. Conclusiones

1. Hay un concepto clave y es el de la “transparencia”. Los asesores de voto abogan por que haya más transparencia.
  - a. El objetivo de mejorar la información corporativa de la compañía no sólo es clave para ayudar en la toma de decisiones, sino que también contribuye a aportar transparencia y poner en valor la actuación de la organización, desde una perspectiva financiera y no financiera.
  - b. La Ley de Sociedades de Capital, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, el Código Penal y la Ley de Auditoría han dotado de mayor transparencia a la actividad profesional de los consejeros.
2. Sigue pareciendo aconsejable que el tamaño del consejo de administración se sitúe entre cinco y quince miembros. (principio 10 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2015).
  - a. El consejo de administración estará formado por un mínimo de tres miembros. (artículo 242 de la Ley de Sociedades de Capital).
3. El consejo de administración deberá velar por que los procedimientos de selección de sus miembros favorezcan la diversidad de género, de experiencias y de conocimientos y no adolezcan de sesgos implícitos que puedan implicar discriminación alguna y, en particular, que faciliten la selección de consejeras. (Artículo 529 bis. Ley de Sociedades de Capital)
4. La sociedad promoverá una política adecuada de responsabilidad social corporativa, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados. (Principio 24. Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2015).
5. *Realizar un diagnóstico de la situación actual de la empresa en materia de Gobierno Corporativo es fundamental porque contribuye a identificar las áreas de mejora que redundarán en un incremento en la capacidad de dar valor y sostenibilidad a la actividad de la compañía. Asimismo, es garantía de resultados, transparencia y seguridad jurídica. Además, es un criterio de valoración para la comunidad financiera, un elemento clave para el regulador y el supervisor e incide en el posicionamiento público de las compañías.*
  - a. *En este sentido, un 97% de los inversores institucionales ha llegado a cancelar o reconsiderar una inversión ante un marco insuficiente de Gobierno Corporativo, tal y como recoge un reciente informe de EY.*

6. *En las modificaciones introducidas por la Directiva 2017/828, se destacan la referencia al establecimiento de «requisitos específicos con el fin de fomentar la implicación de los accionistas, en particular a largo plazo» (art. 1.1). Y se señala que tales requisitos específicos afectan a las siguientes cuestiones:*
  - a. *La identificación de los accionistas (art. 3 bis)*
  - b. *La transmisión de información (art. 3 ter)*
  - c. *La facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas (art. 3 quater)*
  - d. *La transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto (arts. 2 octies a 3 undecies)*
  - e. *La remuneración de los administradores (arts. 9 bis y 9 ter)*
  - f. *Las operaciones con partes vinculadas (art. 9 quater)*
7. En la Directiva 2017/828 figuran por primera vez los asesores de voto. Por ello, ISS, Glass Lewis, o cualquier otro proxy advisor están, asimismo, sometidos a exigencias de transparencia. (Artículo 3 undecies (Directiva (UE) 2017/828. Transparencia de los asesores de voto).
8. Respecto de la política de *política de comunicación y contactos con accionistas*, el Código de buen gobierno, en su recomendación número 4, establece:
  - a. *Que la sociedad defina y promueva una política de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto que sea plenamente respetuosa con las normas contra el abuso de mercado y dé un trato semejante a los accionistas que se encuentren en la misma posición.*
  - b. *Y que la sociedad haga pública dicha política a través de su página web, incluyendo información relativa a la forma en que la misma se ha puesto en práctica e identificando a los interlocutores o responsables de llevarla a cabo.*
9. En el centro para Estudios de Consejo de EY (EY Center for Board Matters), se ha analizado la experiencia en Estados Unidos en la temporada de 2017 (2017 proxy season review). En resumen, este informe recopila y analiza los datos de gobierno corporativo de más de 3.000 empresas cotizadas de los EE. UU a través de su base de datos de gobierno corporativo.
  - a. De este informe se pueden extraer las siguientes ideas:
    - i. La **diversidad** de los consejos de administración y la **igualdad salarial entre géneros** han sido temas clave en el 2017.
      1. En 2017, solo el 19%, de los consejeros de S & P 1500, eran mujeres.
      - ii. De forma creciente, la **sostenibilidad medioambiental** también se encuentra en el centro de atención.

- iii. Otras cuestiones que también apunta el informe “2017 proxy season review” de EY, es la existencia de **estructuras de voto que dan derechos desiguales** a los titulares de uno u otro tipo de título.
  - 1. **Esta situación se rechaza claramente** por parte de los inversores, que esperan que las empresas entren a cotizar con una estructura de “**una acción, un voto**” o con mecanismos significativos para desmantelar, en un tiempo limitado, la diferencia en derechos de voto.
- 10. Más allá de los datos de exportación que frecuentemente se usan para ilustrar la vocación internacional del negocio de las empresas españolas, el movimiento de obtención de recursos fuera de nuestras fronteras es más profundo y las cifras de constitución de filiales en el exterior son elocuentes al respecto. De hecho, entre 2009 y 2014 las tasas relativas de crecimiento en creación de filiales, personal empleado en las mismas y volumen de negocio generado, son especialmente elevadas en Asia, dónde los intercambios comerciales con China han sido intensos en estos últimos años. Los datos, sin duda, apuntan a una estrategia generalizada de diversificación de las empresas españolas, que buscan ganar cuota e incrementar su competitividad en mercados internacionales.
- 11. *La propia Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) recomienda la necesidad de que los gobiernos de los países desarrollados pacten normativas comunes en este ámbito. Así lo puso de manifiesto su Secretario General, Ángel Gurría, en el encuentro “Los retos del Gobierno Corporativo” del Global Corporation Center (EY-IE). Estos cambios regulatorios deberían ser consensuados con el sector privado en la búsqueda de la mayor eficiencia posible.*
- 12. *Se debe incluir un compromiso voluntario por parte de la empresa (incluyendo sus filiales) de cumplir con las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales. ((OCDE (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. VI. Las responsabilidades del consejo de administración).*
- 13. *Las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales son recomendaciones dirigidas por los gobiernos a las empresas multinacionales que operan en países adherentes o que tienen su sede en ellos. Contienen principios y normas no vinculantes para una conducta empresarial responsable dentro del contexto global, conformes con las leyes aplicables y las normas reconocidas internacionalmente. Las Directrices constituyen el único código de conducta empresarial responsable, exhaustivo y acordado multilateralmente, que los gobiernos se han comprometido a promover. (OCDE (2013), Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales).*
- 14. *Las Directrices están respaldadas por un singular mecanismo de implementación: los Puntos Nacionales de Contacto (PNC), que son organismos constituidos por los gobiernos de los países adherentes con el fin de promover e implementar las Directrices. Los PNC ayudan a las empresas y a las partes interesadas a tomar las medidas adecuadas para impulsar la aplicación de las Directrices. También constituyen una plataforma de mediación y conciliación para resolver los problemas prácticos que puedan plantearse.*

15. *Las Directrices son recomendaciones dirigidas conjuntamente por los gobiernos a las empresas multinacionales. Contienen principios y normas de buenas prácticas conformes con las disposiciones legales aplicables y otras normas reconocidas internacionalmente. El cumplimiento de las Directrices por parte de las empresas es voluntario y no es jurídicamente vinculante. Sin embargo, algunos temas que se abordan en la Directrices también pueden estar sujetos a leyes nacionales o a compromisos internacionales.*
16. *El objetivo de las Directrices no es introducir diferencias de trato entre las empresas multinacionales y las empresas nacionales, sino reflejar prácticas recomendables para todas ellas. En consecuencia, se espera que las empresas multinacionales y nacionales tengan la misma conducta en todos los casos en los que sean aplicables a ambas las Directrices.*
17. En las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales, se establecen unas “Recomendaciones de **conducta empresarial responsable** en el contexto global”. (Responsible Business Conduct)
18. Las Directrices enuncian principios y normas voluntarias para una **conducta empresarial responsable** compatible con las legislaciones aplicables y las normas reconocidas internacionalmente.
19. *las empresas deben “fomentar, en la medida de lo posible, que sus socios comerciales, incluidos sus proveedores y contratistas, apliquen principios de **conducta empresarial responsable** conformes con la Directrices”.(Punto 13: Principios generales. OCDE (2013), Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales).*
20. En el Foro Global de la OCDE sobre **Conducta Empresarial Responsable** (Global Forum on **Responsible Business Conduct**) (París: días 29 y 30 de junio de 2017) cuya apertura fue realizada por Ángel Gurría, Secretario General de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y que reunió a participantes de gobiernos, empresas, sindicatos y sociedad civil se trataron los siguientes temas:
  - a. *Cadenas de suministro responsables (Responsible supply chains) a través de due diligence.*
  - b. *Generación de inversión institucional responsable: enfoques operativos y regulatorios*
  - c. *Puntos Nacionales de Contacto: ¿cómo impactan los casos de PNC en la Conducta Empresarial Responsable?*
  - d. *Lecciones de la agenda climática.*
  - e. **Conducta empresarial responsable** y las empresas estatales (state-owned enterprises) (SOE).
  - f. *Aceptación del RBC en las empresas.*
  - g. *Empleo responsable de trabajadores emigrantes.*
  - h. *Comparación de los enfoques de due diligence en materia de anticorrupción y derechos humanos.*

- i. Contribución a los Objetivos de Desarrollo Sostenible a través de RBC.
- j. Desarrollo de un liderazgo responsable: el papel de las escuelas de negocios
- k. Desconexión responsable.
- l. Herramientas Innovadoras para promover finanzas responsables.
- m. Uso de la tecnología para la Due Diligence.
- n. RBC e Infraestructura.

21. La Due diligence tiene un significado específico bajo las Directrices de la OCDE que difiere de cómo se percibe comúnmente en el contexto de la inversión institucional. Bajo las Directrices de la OCDE, "Due diligence" es un proceso para identificar, prevenir, mitigar y contabilizar impactos "en asuntos cubiertos por las Directrices de la OCDE (por ejemplo, derechos humanos, trabajo, medio ambiente, sobornos y otros impactos de integridad, etc.).

22. La **Due diligence** en el **marco de las Directrices de la OCDE** debe ser **continua y constante**, y debe tener como objetivo evitar y responder a los riesgos relacionados con los asuntos cubiertos en las Directrices de la OCDE. Sin embargo, **en el contexto de la inversión**, generalmente se considera que la **Due diligence** es un proceso que **se lleva a cabo antes de realizar ciertas inversiones o el nombramiento** de un administrador de activos para identificar y evaluar riesgos legales y financieros.

23. **Es muy importante tener en cuenta los diferentes significados dados a los mismos términos**, ya que pueden generar confusión entre los profesionales de la inversión y las partes interesadas que debaten cuestiones de RBC (OECD (2017). Responsible business conduct for institutional investors Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Annex 1. TERMINOLOGY).

24. La **estructura del consejo de administración**, que se relaciona con el equilibrio de poder, las afiliaciones y las posiciones de los miembros, es una **base para un consejo de administración efectivo y es el núcleo central del desempeño y la responsabilidad de dicho consejo**.

- a. Existen tres tipos de estructuras de consejo de administración:
  - i. Consejo de administración de un nivel (**One-Tier Board**) (también llamado Consejo de Administración Unitario (**Unitary Board**)). (EEUU, UK, España).
  - ii. Consejo de Administración de dos niveles (**Two-Tier Board**) (también llamado Consejo de Administración dual) (**Dual Board**). (Austria, Alemania, Dinamarca, Finlandia, Polonia, Suiza).
  - iii. Consejo de Administración **Híbrido** de 3 o más niveles que tienden a involucrar a un consejo de administración y a un consejo de auditores. (Italia, Portugal, Japón).

25. El Consejo de Administración **One-Tier** reúne en un grupo unificado a ambos tipos de consejeros (Consejeros No Ejecutivos (Non-Executive Directors) (NED) y Consejeros Ejecutivos).

- El liderazgo del Consejo de Administración **One-Tier** está en manos del presidente, que también puede ser el CEO de la compañía.
- La práctica en la que la misma persona cumple el rol de CEO y presidente se llama dualidad entre CEO y presidencia del consejo (Combined Chairman/CEO) (CEO DUALITY) (Anand, 2008). En la literatura y entre los profesionales existe un creciente consenso que se opone a esta práctica (Cadbury Report, 1992) (Higgs Report, 2003) (Solomon, 2013).
- Este Consejo de Administración **One-Tier** se divide tradicionalmente entre el
  - Director Ejecutivo (“CEO”) y los directores ejecutivos*
  - Presidente o Lead Director (muchas veces el CEO)*
  - Consejeros Independientes.*
- Aproximadamente el 50% de los Consejos de Administración tienen un presidente separado del consejo, mientras que el 50% restante mantienen las figuras del presidente y el CEO en la misma persona.*
- Willem Calkoen describe a los consejeros independientes manteniendo dos roles:*
  - Desafiar activamente la estrategia propuesta y ejecutada por los ejecutivos de la compañía.*
  - Hacer el seguimiento de la ejecución del negocio.*
- Para que un consejero sea independiente, bajo las reglas de New York Stock Exchange (en adelante, “NYSE”) no deben tener “ninguna relación material con la empresa que cotiza en bolsa”.*
- El consejero independiente también debe tener tiempo para desarrollar su función, una amplia gama de conocimientos y experiencia, y no debe tener demasiados puestos en el consejo. La mayoría deben estar limitados a no más de 4 consejos de administración*

26. El consejo de administración de dos niveles (Dualista o **two-tier**) es un sistema que consiste en un consejo de administración y un consejo de supervisión. Estos dos consejos actúan de forma autónoma (Jungmann, 2006).

- a. Está prohibido pertenecer simultáneamente al consejo de administración y el consejo de supervisión (Solomon, 2013) (Jungmann, 2006).
- b. El consejo de administración está formado solo por los consejeros ejecutivos, mientras que el consejo de supervisión está compuesto exclusivamente por consejeros no ejecutivos.
  - i. En consecuencia, existe una separación formal entre los consejeros ejecutivos y los consejeros no ejecutivos, y sus respectivas tareas y responsabilidades (Jungmann, 2006).

27. Tres países (Italia, Japón y Portugal) tienen sistemas **híbridos** que permiten tres opciones y prevén un organismo estatutario adicional principalmente para fines de auditoría. Italia y Portugal han establecido modelos similares a los sistemas “**One-Tier**” o “**Two-Tier**”, además del modelo tradicional con un consejo de auditores legales.

28. Japón modificó la Ley de Sociedades en 2014 para introducir un nuevo tipo de estructura de consejo de Administración

- a. Una compañía con un consejo de administración y un modelo auditor estatutario.
- b. Una compañía con un consejo de administración y tres comisiones (Nombramiento, Auditoría y Remuneraciones).
- c. Una compañía con un consejo de administración y un comité de auditoría y otro de supervisión.

29. El resultado del análisis de las diferentes estructuras de gobierno corporativo no apoya con firmeza la teoría de que el fenómeno de la globalización de los mercados es el que está conduciendo a las empresas supranacionales a la homogeneización de sus prácticas de gobierno. Por el contrario, hay poderosos argumentos y razones que actúan como inhibidores de una posible convergencia en los modelos de gobierno corporativo, ya que los países desarrollan sus propios modelos de gobierno que encajan con sus sistemas legales y políticos, así como su posición en la economía global. Es incuestionable que la globalización nos ha hecho conscientes de la riqueza que supone la diversidad.

30. A pesar de las diferencias en la estructura del consejo, casi todas las jurisdicciones han introducido un requisito o recomendación con respecto a un número mínimo o proporción de consejeros independientes. Seis jurisdicciones han establecido, para algunas empresas, requisitos vinculantes para, al menos, el 50% de miembros independientes del consejo.

- a. Sin embargo, es mucho más común que las invocaciones para que la mayoría de los miembros del consejo sean independientes se limiten a las recomendaciones sobre la base de cumplir o explicar. (OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017)

31. Con respecto a la definición de independencia, los criterios típicos incluyen una combinación de:

- No ser un miembro, o un familiar directo de un miembro, de la gerencia de la compañía.
- No ser un empleado de la compañía o una compañía en el grupo.
- No recibir compensación de la compañía o su grupo que no sean honorarios del consejo.
- No tener relaciones comerciales materiales con la compañía o su grupo.
- No haber sido empleado del auditor externo de la empresa o de una empresa del grupo.
- No exceder el tiempo máximo transcurrido (tenure) para que un consejero independiente pueda seguir siendo considerado como miembro del consejo.
- No ser ni representar a un accionista significativo. (International Organization of Securities Commissions. (IOSCO), 2007).
- Los límites en el tamaño máximo para los consejos son diversos, existen en solo 7 jurisdicciones, con límites que van de 5 a 21. Sin embargo, la mayoría de las jurisdicciones imponen límites mínimos para el tamaño del consejo de tres a cinco miembros. (OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017).

32. En el documento de EY, 2017 Proxy Season Reviewse cita textualmente que:

- “La diversidad del consejo y la igualdad salarial entre géneros son temas clave en 2017. Los inversores y los consejos reconocen la diversidad como un elemento fundamental para mejorar la efectividad del consejo y el talento corporativo”.*

33. El 24 de noviembre de 2017 ha sido aprobado el Real Decreto-ley 18/2017 por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

34. La Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos, tiene como objetivo identificar riesgos para mejorar la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores, los consumidores y la sociedad en general y para ello incrementa la divulgación de información no financiera, como pueden ser los factores sociales y medioambientales.

- Por un lado la Directiva 2014/95/UE
  - Amplía el contenido exigido en el informe anual de gobierno corporativo que deben publicar las sociedades anónimas cotizadas, en aras de mejorar la transparencia.

1. La nueva obligación para estas sociedades consiste en la divulgación de las «políticas de diversidad de competencias y puntos de vista» que apliquen a su órgano de administración respecto a cuestiones como la edad, el sexo, la discapacidad, o la formación y experiencia profesional.
- b. Por otro lado esta directiva, que **extiende** la divulgación de información no financiera o relacionada con la responsabilidad social corporativa
  - i. Contribuye a medir, supervisar y gestionar el rendimiento de las empresas y su impacto en la sociedad.
  - ii. Con el fin de mejorar la coherencia y la comparabilidad de la información no financiera divulgada, algunas empresas deben preparar un estado de información no financiera que contenga información relativa, por lo menos, a cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno.
  - iii. Esto refuerza el interés de los asesores de voto y por tanto de sus clientes (los inversores institucionales) hacia aspectos que van más allá de las remuneraciones, porque se está transmitiendo una visión transparente sobre cómo se hacen las inversiones, se están mitigando los posibles riesgos adversos de contingencias jurídicas por prácticas de corrupción, etcétera, y esto es una forma de proteger el valor que tienen los accionistas en esas emisoras.
35. En España, la estructura del consejo de administración responde a la de un “Solo Nivel” o “One-Tier” boards. En este tipo de estructuras “One- Tier” un tema muy importante para los inversores, y que queda claro en las conclusiones de las encuestas de este año, es que desean que exista una separación entre el presidente y el CEO. Es decir, quieren que el presidente sea no ejecutivo y que sea preferiblemente independiente.
  - a. De acuerdo con el estudio realizado por EY “*Trends in independent board leadership structures*”
    - i. “Las estructuras de liderazgo de los consejo han evolucionado de forma espectacular durante la última década, con más empresas que separan los cargos de presidente y director general, y nombran Consejeros Independientes Coordinadores (independent board leaders). Hoy en día, alrededor del 90% de las compañías del S&P 1500 tienen algún tipo de liderazgo independiente en comparación con solo el 10% en 2000”.
    - b. Anualmente ISS, la agencia de asesoramiento proxy más importante del mundo, realiza una encuesta que forma parte de su proceso de actualización de su política de voto. Una de las conclusiones de la encuesta de este año es que entre los inversores hay un consenso bastante unánime, en que exista una separación muy clara entre el presidente y el CEO.

36. La **Directiva (UE) 2017/828** pretende reforzar la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas europeas y aumentar la transparencia entre las compañías y sus inversores. Para ello, regula cinco materias:

- La remuneración de los administradores.
- La operativa de los *proxy advisors*.
- La transparencia de los inversores institucionales y los gestores de activos.
- El impulso al ejercicio transfronterizo de los derechos de voto e información de los accionistas.
- Las operaciones con partes vinculadas (*Related party transactions*).

37. En el considerando 42 de la DIRECTIVA (UE) 2017/828 se establece:

- Las operaciones con partes vinculadas pueden causar un perjuicio a las sociedades y a sus accionistas, ya que pueden dar a la parte vinculada la posibilidad de apropiarse de valor perteneciente a la sociedad. Así pues, es importante que existan salvaguardias adecuadas para la protección de los intereses de las sociedades y los accionistas.*

38. La Directiva (UE) 2017/828 en su artículo 9 quater “Transparencia y aprobación de las operaciones con partes vinculadas” establece

- “deberes de transparencia en relación con las operaciones con partes vinculadas y contiene una serie de reglas básicas para asegurar que las operaciones se realizan en condiciones justas y razonables y para garantizar la legitimidad de la forma de aprobar las operaciones con partes vinculadas”.*

39. En España, de acuerdo con el documento de Documento EY. Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del Gobierno Corporativo de Noviembre 2017, la normativa de buen gobierno en remuneraciones se vio reforzada con la Ley 31/2014.

- Entre sus novedades, incorpora la necesidad de que las sociedades elaboren y publiquen anualmente un informe sobre remuneraciones de consejeros que debe someterse a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día a la junta ordinaria de accionistas. Asimismo, la política de remuneraciones de consejeros se aprobará con carácter vinculante, al menos cada tres años.

40. En el estudio “2017 proxy season review” de EY se pone de manifiesto que está bajo observación detallada la práctica de compañías que mantienen juntas de accionistas virtuales. Esta práctica parece estar en aumento en US dado que han pasado del 3%, las empresas del S&P 500 que en el año 2016 celebraron juntas de accionistas virtuales, al 5% en el año 2017.

41. Si bien el número de empresas, que mantienen juntas de accionistas virtuales son pequeñas, la tendencia creciente ha alarmado a algunos inversores que creen que se niega a los accionistas la oportunidad de contactar personalmente con los líderes de las empresas, y esto puede proteger a las empresas de sus responsabilidades y de las críticas de los accionistas.

42. En ISS, no ven la desregulación como algo verdaderamente positivo. La regulación se impuso, sobre todo, después de la crisis financiera. El legislador lo hizo para proteger, fundamentalmente, a los inversores, a los clientes de los bancos, a los proveedores y, en general, a todos los sectores de la economía. Con más desregulación, posiblemente, se pueda favorecer el crecimiento económico, pero desde un punto de vista jurídico, las desregulaciones hay que contemplarlas con mucho cuidado.

43. De acuerdo con el documento OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017, el equilibrio entre “cumplir o explicar” se recoge de la siguiente manera:

- a. *“El equilibrio entre un enfoque de “cumplir o explicar” y una regulación formal en el marco de gobierno corporativo varía según las jurisdicciones. Si bien casi todas las jurisdicciones ahora tienen códigos o principios nacionales, con un 84% siguiendo un marco de “cumplir o explicar”, algunas jurisdicciones no tienen tales códigos, y abordan estos problemas principalmente a través de leyes, regulaciones y requisitos para las cotizadas”.*
  - i. *“Un ejemplo de ello son las jurisdicciones de India y Estados Unidos, que no tienen códigos o principios nacionales en el marco de “cumplir o explicar”.*

44. Respecto del contacto con los inversores institucionales y los accionistas, el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en su recomendación 4 establece:

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

45. También el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en su recomendación 34 establece:

- a. *“Que cuando exista un consejero coordinador, los estatutos o el reglamento del consejo de administración, además de las facultades que le corresponden legalmente, le atribuya, entre otras, la siguiente:*
  - i. *“Mantener contactos con inversores y accionistas para conocer sus puntos de vista a efectos de formarse una opinión sobre sus preocupaciones, en particular, en relación con el gobierno corporativo de la sociedad”*

46. Las sociedades del Ibex-35 y del mercado continuo están haciendo un esfuerzo considerable para adaptarse a las nuevas exigencias en materia de Gobierno Corporativo. En este sentido, del informe de EY: *Ocho claves a tener en cuenta en la gestión del Gobierno Corporativo de Noviembre 2017* podemos destacar lo siguiente:

- En España, las reformas que se hicieron con la Ley 31/2014 de Sociedades de Capital y en el último Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas nos han situado, desde el punto de vista de posible aplicación, en un nivel muy avanzado respecto a otros países de Europa.*
- El esfuerzo considerable que han tenido que acometer las empresas españolas para adaptarse a las nuevas exigencias resultantes quedó constatado en el Informe anual de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de la CNMV, correspondiente al ejercicio 2016, en el que el 37% de las compañías aseguraron haber seguido cerca del 90% de las recomendaciones.*

47. Pocas veces los asesores de voto están en contacto con los *proxy solicitors*. Por ejemplo esto suele suceder en el momento de la junta general o cuando una empresa hace un *road show*. Si el *proxy solicitor* hace de canal de comunicación, puede ayudar a la empresa a conectar más y mejor con sus accionistas. Esto contribuiría a que conociesen mejor a sus accionistas y a los inversores institucionales.

48. La junta es un evento anual, así que hay cosas que el *proxy advisor* ve de forma anual por lo que: la historia de la empresa, de dónde viene y a dónde va, son aspectos que tiene que tener en cuenta el asesor de voto para poder recomendar.

- Las recomendaciones son importantes, pero informar a sus clientes es lo más importante para el *proxy advisor*. A muchos de sus clientes les importa tanto la recomendación como la información que contiene el informe.
  - Por ejemplo, el *proxy advisor* debe entender por qué finalmente, una recomendación negativa, ha sido votada a favor por más del 90% de los votos. Esta situación no es muy frecuente, teniendo en consideración la influencia de ciertos *proxy advisors* como por ejemplo ISS.

49. Los asesores de voto son conscientes de las críticas a las que se ven sometidos por concentrar mucho poder y, en ese sentido, creen que la competencia dentro de su negocio es muy positiva. Los grandes asesores de voto como ISS y Glass Lewis son conscientes de que hay asesores locales de voto, que acaban de nacer y, en ese sentido, favorecen la competencia, porque la concentración de poder no es aconsejable. Pero siempre teniendo en cuenta que, una vez más, la responsabilidad final la tiene el accionista.

50. Es un error comparar un ordenamiento jurídico con otro. Las mejoras que se pueden observar en el entorno español son muy importantes, por ejemplo, el reforzamiento de los derechos de los accionistas y de los minoritarios es un valor añadido. Para las empresas españolas, el actual marco jurídico y regulatorio es, de momento, una ventaja bastante importante. También hay que tener en consideración que ahora la mayoría de la legislación viene de la Unión Europea, y este no es el caso de España únicamente, sino de todos los países miembros de la Unión. Ahora es una cuestión de cómo adaptar esa legislación a las especificidades locales.

51. Los asesores de voto no son “rule makers”. Sería un error creer esto. Lo que pretenden es reflejar las aspiraciones de los inversores en sus políticas de voto. Por eso, el proceso es bastante elaborado, sofisticado y abierto.
52. Las denominadas **performance shares**, son un instrumento basado en métricas plurianuales cuya moneda de pago son acciones de la compañía. Permiten un doble incentivo muy alineado con los intereses de los accionistas:
  - a. Recompensan el logro de objetivos cercanos a la gestión del directivo. A mayor logro, mayor número de acciones.
  - b. A la vez hacen posibles ganancias en el precio de la acción, tanto durante la vida del plan como si, posteriormente, el directivo las mantiene en cartera. Es por ello que, los proxy advisors, apuestan por este tipo de planes para los próximos tiempos, aunque los planes con **opciones** nunca desaparecerán por completo.
53. El asunto de los minoritarios puede ser problemático para las empresas españolas porque, con el 3% del capital social ya la ley no te reconoce como independiente, mientras que en otros países sí que lo es hasta el 10%. En cierta medida sería justo que los minoritarios tuviesen el mismo tratamiento en España que en otros países, porque en Francia, en Alemania o en Estados Unidos, con el 7% se es independiente y en España no, y eso no tiene mucho sentido, por lo tanto, hay clientes de los asesores que discrepan de la definición española de consejero independiente.



UNA INICIATIVA DE  
Fundación EY e IE Business School

