COMISIÓN EUROPEA

Bruselas, 5.4.2011
COM(2011) 164 final

LIBRO VERDE

La normativa de gobierno corporativo de la UE

LIBRO VERDE

La normativa de gobierno corporativo de la UE

(Texto pertinente a efectos del EEE)

La Comisión reiteró recientemente su compromiso con un mercado único fuerte y próspero, que se centre de nuevo en los ciudadanos y recupere su confianza. En su Comunicación *Hacia un Acta del Mercado Único* declaró lo siguiente: «Es primordial que las empresas europeas se comporten con la máxima responsabilidad, tanto frente a sus empleados y accionistas como frente a la sociedad en general»[1]. El gobierno corporativo y la responsabilidad social de las empresas son elementos clave para cimentar la confianza de las personas en el mercado único. Contribuyen también a la competitividad de las empresas europeas, ya que son las empresas bien dirigidas y sostenibles las que están en mejores condiciones para contribuir a los ambiciosos objetivos de crecimiento establecidos en la Estrategia 2020[2]. En el ámbito de la responsabilidad social corporativa, la Comisión realizó ya una consulta pública sobre revelación de datos no financieros por las empresas[3] y presentará una nueva iniciativa marco este mismo año para tratar cuestiones relacionadas con los retos sociales a los que se enfrentan actualmente las empresas.

En el comunicado emitido el 5 de septiembre de 2009 por los Ministros de Economía y los Gobernadores de los Bancos Centrales del G20 se hacía hincapié en que debían tomarse medidas para garantizar un crecimiento sostenible y construir un sistema financiero internacional más fuerte. El gobierno corporativo es un medio para frenar planteamientos a corto plazo perjudiciales y la asunción de riesgos excesivos[4]. La finalidad del presente Libro Verde es evaluar la eficacia de la normativa actual de gobierno corporativo de las empresas europeas, a la luz de las consideraciones mencionadas.

El gobierno corporativo se define habitualmente como el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas[5] y como una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de una empresa, su consejo, sus accionistas y otras partes interesadas[6]. La normativa de gobierno corporativo que se aplica a las empresas que cotizan en bolsa en la Unión Europea es una combinación de legislación y normas de carácter no vinculante (*soft law*), que incluye recomendaciones[7] y códigos de gobierno corporativo. Si bien los códigos de gobierno

---

1 Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones – *Hacia un Acta del Mercado Único. Por una economía social de mercado altamente competitiva* - (COM(2010) 608 final/2, p. 30).

2 Véanse las Conclusiones del Consejo Europeo de 17 de junio de 2010, en la siguiente dirección: http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/es/ec/115346.pdf.

3 La consulta sobre «revelación de información no financiera por las empresas» terminó en enero de 2011; véase http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

4 Véase también, por ejemplo, el documento de la OCDE *Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, febrero de 2010.

5 Informe del Comité sobre los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo («el informe Cadbury»), 1992, p. 15, publicado en http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf.

6 Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, 2004, p. 11, publicado en http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf.

7 En el anexo 2 figura una lista de las medidas adoptadas por la UE en materia de gobierno corporativo.

corporativo se adoptan a nivel nacional, la Directiva 2006/46/CE promueve su aplicación al exigir que las empresas que cotizan en bolsa mencionen en su informe de gobierno corporativo si aplican un código de este tipo y que informen al respecto según un planteamiento de «cumplir o explicar»[8].

Con el fin de determinar cuáles eran las cuestiones más importantes para el buen gobierno corporativo en la UE y elaborar el presente Libro Verde, la Comisión realizó entrevistas en una muestra de empresas con cotización en bolsa de diferentes Estados miembros y diferentes sectores económicos, y con niveles de capitalización y estructuras de participación diferentes. Se reunió también con expertos en gobierno corporativo y con representantes de la comunidad de inversores y de la sociedad civil. Algunas cuestiones importantes se habían planteado ya en el Libro Verde sobre *El gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración*[9], adoptado en junio de 2010. Por ejemplo, la implicación de los accionistas, que no solo es importante para las entidades financieras, sino para las empresas en general[10]. No obstante, las entidades financieras constituyen un caso especial debido a las dificultades particulares que encuentran para llevar a cabo una gestión eficaz del riesgo y a los riesgos sistémicos que pueden plantear para el sistema financiero. Esto hace que las soluciones previstas en el Libro Verde de junio de 2010 puedan no ser relevantes para las empresas de la UE en general. De acuerdo con lo anterior, en el presente Libro Verde se tratan los tres temas siguientes, centrales para el buen gobierno corporativo:

- El consejo de administración: hacen falta consejos con capacidad de actuación y eficaces para hacer frente a la gestión ejecutiva. Esto significa que los consejos deben estar integrados por miembros no ejecutivos con opiniones y cualificaciones diversas y con la experiencia profesional adecuada. Además, los consejeros deben estar dispuestos a dedicar tiempo suficiente a los trabajos del consejo. El papel del presidente del consejo reviste especial importancia, al igual que las obligaciones del consejo en materia de gestión de riesgos.

- Los accionistas: la normativa de gobierno corporativo se basa en el supuesto de que los accionistas se implican en las empresas y hacen que su cuerpo directivo rinda cuentas de su actuación. Sin embargo, se ha constatado que la mayoría de los accionistas son pasivos y con frecuencia se preocupan tan solo por los beneficios a corto plazo. Por lo tanto, parece útil considerar si se puede promover que un mayor número de accionistas se interese por obtener unos dividendos sostenibles y un rendimiento a más largo plazo, y cómo fomentar que sean más activos en los asuntos de gobierno corporativo. Además, en estructuras de participación diferentes se plantean otras cuestiones, como la protección de los accionistas minoritarios.

- Cómo aplicar el planteamiento de «cumplir o explicar» que sustenta la normativa de gobierno corporativo de la UE. Un estudio reciente[11] mostró que la calidad informativa de

---

8 Este planteamiento significa que la empresa que decide no acatar un código de gobierno corporativo debe explicar qué partes de dicho código ha incumplido y por qué razones lo ha hecho.

9 COM(2010) 284 final, véase también *Feedback Statement — Summary of responses to the Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions*, en la siguiente dirección: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

10 Véase el citado Libro Verde, secciones 3.5 y 5.5.

11 *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

las explicaciones publicadas por las empresas que incumplían la recomendación del código de gobierno corporativo era —en la mayoría de los casos— insatisfactoria, y que en muchos Estados miembros la supervisión de la aplicación de estos códigos era insuficiente. Conviene, por tanto, estudiar el modo de mejorar esta situación.

Dos cuestiones preliminares merecen también consideración.

En primer lugar, las normas europeas sobre gobierno corporativo se aplican a las empresas «que cotizan en bolsa» (es decir, empresas que emiten acciones admitidas a negociación en un mercado regulado). En general, no hacen distinciones según el tamaño o el tipo de empresa[12]. No obstante, en algunos Estados miembros se aplican códigos de gobierno corporativo específicamente adaptados a las pequeñas y medianas empresas que cotizan en bolsa[13], donde, por ejemplo, el accionista mayoritario puede ser también el administrador. Estos códigos incluyen recomendaciones que tienen en cuenta el tamaño y la estructura de la empresa y cuyo cumplimiento, por lo tanto, resulta menos complejo para las empresas pequeñas. En otros Estados miembros, los códigos elaborados para todas las empresas que cotizan en bolsa contienen algunas disposiciones adaptadas a las empresas más pequeñas[14]. La cuestión es, por tanto, si la UE debe adoptar un planteamiento diferenciado y cuál es la mejor manera de tener en cuenta la potencial dificultad de aplicar algunas prácticas de gobierno corporativo a toda la variedad de tipos y tamaños de empresas[15].

En segundo lugar, un buen gobierno corporativo puede ser importante también para los accionistas de las empresas que no cotizan en bolsa. Aunque en las disposiciones del Derecho de sociedades sobre las empresas privadas se tratan ya algunas cuestiones de gobierno corporativo, muchos ámbitos no se contemplan. Podría ser necesario fomentar directrices de gobierno corporativo para las empresas que no cotizan en bolsa: un gobierno adecuado y eficiente es beneficioso también para estas empresas, sobre todo teniendo en cuenta la importancia económica de algunas de ellas, muy grandes. Por otra parte, poner una carga excesiva en las empresas cotizadas podría hacer menos atractiva la cotización en bolsa. Sin embargo, los principios concebidos para las empresas que cotizan en bolsa no pueden transponerse sin más a las que no cotizan, ya que los problemas a los que se enfrentan son muy diferentes. Se han redactado ya algunos códigos voluntarios y algunos organismos profesionales han tomado iniciativas a nivel europeo[16] o nacional[17]. La cuestión es, por tanto,

---

12 No obstante, hay excepciones: por ejemplo, en el artículo 41, apartado 1, párrafo segundo, de la Directiva 2006/43/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2006, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo y se deroga la Directiva 84/253/CEE del Consejo (DO L 157 de 9.6.2006, p. 87) se dispone que los Estados miembros pueden permitir que las PYME que cotizan en bolsa no establezcan un comité de auditoría independiente.

13 Véase, por ejemplo, el *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, diciembre de 2009, Middlenext, en http://www.middlenext.com/.

14 Véase, por ejemplo, el *UK Corporate Governance Code*, en http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm.

15 La lógica de reducción de las cargas para las pequeñas y medianas empresas está presente también en la revisión en curso de las Directivas de contabilidad (Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo), aunque estará dirigida principalmente a las empresas que no cotizan en bolsa, y en el Libro Verde sobre la política de auditoría publicado en 2010 - COM(2010) 561-, que puede consultarse en http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_es.pdf.

16 *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, Confederación Europea de Asociaciones de Consejeros (EcoDa), publicado en http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

si es necesaria alguna actuación de la UE en materia de gobierno corporativo en las empresas no cotizadas.

Preguntas:

(1)	¿Deben las medidas de gobierno corporativo de la UE tener en cuenta el tamaño de las empresas que cotizan en bolsa? ¿Cómo? ¿Debe establecerse un régimen diferenciado y proporcionado para las pequeñas y medianas empresas que cotizan en bolsa? En tal caso, ¿hay definiciones o umbrales adecuados? Si es así, proponga modos de adaptarlos a las PYME, cuando proceda, al responder a las preguntas que figuran a continuación.
(2)	¿Deben tomarse medidas de gobierno corporativo a nivel de la UE para las empresas que no cotizan en bolsa? ¿Debe la UE centrarse en promover la elaboración y la aplicación de códigos voluntarios para las empresas que no cotizan en bolsa?

1. EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

En el presente Libro Verde, el término «consejo de administración» se refiere esencialmente a la función de supervisión de los administradores. En una estructura dual, esta función recae por lo general en el consejo de supervisión[18]. El término «administrador no ejecutivo» incluye a los miembros del consejo de supervisión en el sistema dual.

Los consejos de administración desempeñan un papel crucial en el desarrollo de empresas responsables. Y, en muchos aspectos, el papel desempeñado por el presidente parece tener una influencia considerable en el funcionamiento y el éxito del consejo. Teniendo en cuenta esta influencia, podría ser útil definir con más claridad la posición y las responsabilidades del presidente del consejo.

Pregunta:

(3)	¿Debe la UE tratar de garantizar que las funciones y los deberes del presidente del consejo de administración y del consejero delegado estén claramente separados?

A continuación se consideran otros temas que merecen ser examinados con más detenimiento, a fin de capacitar a los consejos de administración para cuestionar realmente las decisiones de la dirección.

---

17 Véase por ejemplo, en Bélgica, el *Buysse Code — Corporate governance recommendations for non-listed enterprises* (http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse_EN.pdf); en Finlandia, la iniciativa de la Cámara Central de Comercio *Improving corporate governance of unlisted companies* (http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972); en el Reino Unido, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, Institute of Directors (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf) .

18 El presente Libro Verde no guarda relación con las funciones asignadas a los diferentes órganos sociales ni con la participación de los empleados en los órganos rectores con arreglo a la legislación nacional.

1.1. Composición del consejo

La composición del consejo debe ser adecuada para la actividad de la empresa. Los consejeros no ejecutivos deben ser seleccionados con arreglo a un amplio conjunto de criterios, a saber, el mérito, las cualificaciones profesionales, la experiencia, las cualidades personales del candidato, la independencia y la diversidad[19].

La diversidad de los consejeros en cuanto a su perfil y su procedencia da al consejo una pluralidad de valores, puntos de vista y conjuntos de competencias[20]. Puede aportar un conjunto más amplio de recursos y conocimientos prácticos. Las diferencias en cuanto a las experiencias de mando, el origen nacional o regional o el sexo pueden proporcionar un medio eficaz para contrarrestar el pensamiento grupal y generar nuevas ideas. Más diversidad genera más debate, más supervisión y más oposición en la sala de juntas. El resultado pueden ser mejores decisiones, aunque se tarde más tiempo en llegar a ellas. Por consiguiente, el compromiso y el apoyo del presidente son indispensables.

1.1.1. Diversidad profesional

La diversidad de conocimientos especializados se considera la clave para la eficiencia del trabajo del consejo. La variedad de procedencias profesionales es necesaria para que el consejo en su conjunto comprenda, por ejemplo, la complejidad de los mercados mundiales, los objetivos financieros de la empresa y la repercusión del negocio para las diferentes partes interesadas, incluidos los empleados. Las empresas entrevistadas por la Comisión reconocieron la importancia de encontrar perfiles complementarios a la hora de seleccionar a los consejeros. Sin embargo, esta no es todavía una práctica generalizada. Por ejemplo, el 48 % de los consejos europeos no tiene un consejero con perfil de ventas o de mercadotecnia y el 37 % de los comités de auditoría no cuenta entre sus miembros con un director financiero o un antiguo director financiero[21].

Una evaluación precisa de las cualificaciones y los conocimientos especializados es el factor concreto más importante al seleccionar nuevos consejeros no ejecutivos. Por lo tanto, las políticas de contratación que determinen las cualificaciones precisas que necesita el consejo pueden ayudar a aumentar su capacidad para supervisar la empresa con eficacia.

1.1.2. Diversidad internacional

En una muestra de grandes empresas europeas con cotización en bolsa, un promedio del 29 % de los consejeros eran de nacionalidad extranjera[22]. Sin embargo, se observaron grandes disparidades entre los países europeos. Mientras que los Países Bajos iban por delante con el 54 %, solo el 8 % de los consejeros eran extranjeros en Alemania. Incluso en la actualidad, una de cada cuatro grandes empresas europeas que cotizan en bolsa no tiene consejeros extranjeros.

---

19 Cabe señalar que algunos Estados miembros prevén regímenes de participación de los empleados en los consejos.

20 «Enhancing stakeholder diversity in the Board room», de la serie «The Erfurt meetings», nº 1, marzo de 2008, European Citizens' Seminars e.V. (Erfurt, Alemania) editores.

21 Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times,* sobre una selección de 371 de las principales empresas de 13 países basada en la bolsa de valores de referencia.

22 Véase Heidrick & Struggles.

Algunas empresas destacaron la importancia de tener consejeros extranjeros para las empresas internacionales, mientras que otras subrayaron las dificultades que se derivarían de las diferencias de origen cultural y de idioma. En las empresas que tienen consejeros extranjeros existe una correspondencia entre su presencia regional y sus consejeros internacionales. El conocimiento de los mercados regionales se menciona a menudo como un factor clave para elegir candidatos extranjeros al consejo.

1.1.3. Diversidad de género

La Comisión está tratando de manera global la cuestión de la diversidad de género en la toma de decisiones económicas en el marco de su *Estrategia para la igualdad entre mujeres y hombres 2010-2015*, de septiembre de 2010[23] , y en su actuación a tenor de esta estrategia[24]. Según las conclusiones de la Comisión, la proporción de mujeres en los consejos (de supervisión) de las empresas que cotizan en bolsa en la UE es actualmente en promedio del 12 %[25]. Se ha constatado que el aumento del número de mujeres con titulación universitaria no conlleva un cambio significativo en este aspecto[26]. En consecuencia, algunos Estados miembros han tomado medidas para garantizar un equilibrio de género en los consejos, o tienen previsto hacerlo[27]. Además, algunas empresas entrevistadas mencionaron que estos requisitos habían ayudado a profesionalizar el procedimiento de selección.

La diversidad de género puede contribuir a contrarrestar el pensamiento grupal. Se ha constatado también que las mujeres tienen estilos de liderazgo diferentes[28], asisten a más reuniones del consejo[29] y tienen una repercusión positiva en la inteligencia colectiva de un grupo[30]. Algunos estudios sugieren que existe una correlación positiva entre el porcentaje de mujeres en los consejos y el rendimiento empresarial[31], aunque, según otros, el efecto general de las mujeres en el rendimiento de las empresas es más matizado[32]. Aunque estos estudios no demuestran ninguna causalidad, la correlación pone de relieve que existe un argumento empresarial en favor del equilibrio de género en los órganos directivos y la toma de decisiones de las empresas. En todo caso, promover la presencia de mujeres en los consejos tiene un efecto positivo incuestionable: contribuye a aumentar el talento común de que dispone una empresa para sus funciones superiores de dirección y supervisión. Por eso en su *Estrategia para la igualdad entre mujeres y hombres* la Comisión destaca que, en el transcurso de los próximos cinco años, «estudiará iniciativas específicas para mejorar el equilibrio entre los sexos en la toma de decisiones».

---

23 Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones – «Estrategia para la igualdad entre mujeres y hombres 2010-2015», COM(2010) 491 final.

24 Véanse los detalles en el documento de trabajo de los servicios de la Comisión *The gender balance in business leadership*, SEC(2011) 246 final.

25 Comisión Europea, *Database on women and men in decision-making* http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en.

26 *Women matter*, McKinsey & Company 2007, 2010.

27 Véase el citado documento de trabajo de los servicios de la Comisión.

28 *Women matter*, McKinsey & Company 2008.

29 Adams y Ferreira: «Women in the boardroom and their impact on governance and performance», en *Journal of Financial Economics* 94 (2009).

30 Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi y Malone, «Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups», Sciencexpress, 30 de septiembre de 2010.

31 *Women matter*, McKinsey & Company 2007; *Female Leadership and Firm Profitability*, Finnish Business and Policy Forum — EVA 2007; *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst 2004.

32 Véase Adams y Ferreira.

Sin embargo, la introducción de medidas como cuotas u objetivos para asegurar el equilibrio de género en los consejos no es suficiente a menos que las empresas adopten políticas de diversidad que faciliten el equilibrio entre el trabajo y la vida personal para hombres y mujeres y fomenten, en concreto, el apadrinamiento, la integración en redes y una formación adecuada para los puestos directivos, esenciales para las mujeres que quieren seguir una trayectoria profesional que lleve a poder optar a puestos de dirección. Aunque deberían ser las empresas las que decidan acerca de la introducción de esta política de diversidad, sería conveniente exigir al menos a los consejos que consideren la cuestión y que revelen las decisiones que hayan tomado al respecto. La Comisión estudiará estas cuestiones como parte del seguimiento de su *Estrategia para la igualdad entre mujeres y hombres 2010-2015*, de septiembre de 2010, y del presente Libro Verde.

Preguntas:

(4)	¿Deben las políticas de contratación ser más específicas en cuanto al perfil de los administradores, incluido el presidente, para asegurar que tengan las cualificaciones adecuadas y que el consejo sea convenientemente diverso? En tal caso, ¿cómo podría lograrse mejor y a qué nivel de gobierno, es decir, a nivel nacional, de la UE o internacional?
(5)	¿Se debería exigir a las empresas que cotizan en bolsa que revelen si aplican una política de diversidad y, en tal caso, que describan sus objetivos y su contenido principal y que informen periódicamente de su avance?
(6)	¿Se debería exigir a las empresas que cotizan en bolsa que garanticen un mejor equilibrio de género en los consejos? En tal caso, ¿cómo?

1.2. Disponibilidad y dedicación de tiempo

El papel de los administradores no ejecutivos ha crecido en complejidad e importancia. Así queda reflejado en algunos códigos de gobierno corporativo e incluso en legislación de ámbito nacional. Los Estados miembros han tratado de establecer el principio de que los administradores no ejecutivos deben dedicar tiempo suficiente a sus obligaciones. Algunos han ido incluso más lejos y recomiendan limitar o limitan de hecho el número de mandatos de los consejeros.

La limitación del número de mandatos podría ser una solución sencilla para ayudar a asegurar que los administradores no ejecutivos dediquen tiempo suficiente a vigilar y supervisar sus respectivas empresas. Los límites deberían responder a la situación particular de los administradores no ejecutivos y de la empresa de que se trate. Asimismo, deberían tener en cuenta si los mandatos se ejercen en empresas no pertenecientes al mismo grupo o no controladas[33], si la persona en cuestión ocupa también puestos ejecutivos, si se trata de un mandato no ejecutivo ordinario o de una presidencia, y si se ocupan además otros puestos en

[33] «Empresa controlada», según se define en el artículo 2, apartado 1, letra f), de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE. Véase también la relación matriz-filial que se explica en el artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE relativa a las cuentas consolidadas.

los órganos supervisores de empresas con exigencias similares a las de aquellas que cotizan en bolsa.

Pregunta:

(7)	¿Cree que debería existir una medida a nivel de la UE que limitase el número de mandatos que un administrador no ejecutivo puede ejercer? En caso afirmativo, ¿cómo debería formularse?

1.3. Evaluación del consejo

En su Recomendación de 2005 relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores de las empresas que cotizan en bolsa[34], la Comisión señaló que el consejo debía evaluar su rendimiento anualmente. Esto incluye el examen de su composición, organización y funcionamiento como grupo, la evaluación de la competencia y eficacia de cada uno de sus miembros y comités, y la consideración de su rendimiento en función de los objetivos que se hubieran fijado.

La utilización periódica de un facilitador externo (por ejemplo, cada tres años) podría mejorar las evaluaciones del consejo, aportando una perspectiva objetiva y compartiendo las mejores prácticas de otras empresas[35]. No obstante, parece que la oferta de este tipo de servicio en algunos mercados nacionales es aún limitada. En todo caso, es probable que una mayor demanda genere una mejora de la oferta.

Según los indicios reunidos por la Comisión, parece que es especialmente en tiempos de crisis, o de interrupción de la comunicación entre los consejeros, cuando un examinador externo aporta realmente valor añadido a la evaluación. La actitud del presidente con respecto a la evaluación parece ser clave para su éxito.

Además de los elementos mencionados en la Recomendación de la Comisión, el examen debe abarcar también la calidad y la puntualidad de la información recibida por el consejo, la respuesta de la dirección a las solicitudes de aclaración y el papel del presidente[36]. Para fomentar la apertura, debe mantenerse cierto grado de confidencialidad. Por lo tanto, toda información que se haga pública sobre la evaluación debería limitarse a explicar el proceso de examen.

Pregunta:

(8)	¿Conviene fomentar que las empresas que cotizan en bolsa realicen una evaluación externa periódicamente (por ejemplo, cada tres años)? En tal caso, ¿cómo puede hacerse?

---

34 Recomendación de la Comisión, de 15 de febrero de 2005, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa, 2005/162/CE.

35 OCDE, *Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 24 de febrero de 2010, p. 20.

36 Véase Higgs, D. *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, enero de 2003.

1.4. Remuneración de los administradores

Como concepto, el gobierno corporativo se centra esencialmente en las cuestiones que se derivan de la separación entre propiedad y control, en concreto la relación principal-agente entre accionistas y administradores ejecutivos. La remuneración de los administradores se ha utilizado a menudo como instrumento para aproximar los intereses de los accionistas y los administradores ejecutivos y reducir así los costes de agencia. En los últimos años, se ha vuelto mucho más frecuente una remuneración variable, normalmente vinculada a los resultados y a las responsabilidades. Sin embargo, también se ha hecho patente un desajuste entre los resultados y la remuneración de los administradores ejecutivos. Unas políticas de remuneración o estructuras de incentivos deficientes pueden dar lugar a transferencias de valor injustificadas de las empresas y sus accionistas y otras partes interesadas a los ejecutivos. Además, centrarse en criterios de rendimiento a corto plazo puede tener una influencia negativa en la sostenibilidad de la empresa a largo plazo.

La Comisión ha tratado los problemas relacionados con la remuneración de los administradores en tres Recomendaciones[37]. Las principales recomendaciones son que se informe sobre la política de remuneraciones y sobre la remuneración específica de los administradores ejecutivos y no ejecutivos, que la declaración relativa a las remuneraciones se someta a la votación de los accionistas, y que haya un comité de remuneraciones que funcione de manera independiente e incentivos adecuados que promuevan el rendimiento y la creación de valor a largo plazo de las empresas que cotizan en bolsa. Los informes[38] de la Comisión muestran que algunos Estados miembros no han tratado correctamente estas cuestiones. Por otra parte, se observa en los Estados miembros una tendencia creciente a legislar sobre la divulgación de información y el voto de los accionistas. En 2009, el Foro europeo sobre la gobernanza empresarial recomendó que la información sobre la política de remuneración y las remuneraciones individuales fuera obligatoria para todas las empresas que cotizan en bolsa[39]. Recomendó también una votación vinculante o consultiva de los accionistas sobre la política de remuneración y una mayor independencia de los administradores no ejecutivos que participan en la determinación de la política de remuneración. La Comisión consultó asimismo sobre esta cuestión en el Libro Verde de 2010 sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras[40]. El propósito de la consulta planteada en el presente Libro Verde es recibir opiniones en respuesta a las preguntas más detalladas que figuran a continuación.

Preguntas:

(9)	¿Debe ser obligatorio publicar información sobre la política de remuneración, el informe anual relativo a las remuneraciones (un informe acerca de cómo se aplicó la política de remuneración el año anterior) y la remuneración individual de los administradores ejecutivos y no ejecutivos?

37 Recomendaciones 2004/913/CE, 2005/162/CE y 2009/385/CE de la Comisión.

38 Informes de la Comisión SEC (2007) 1022 y (2010) 285.

39 Declaración del Foro europeo sobre la gobernanza empresarial de 23 de marzo de 2009.

40 Véase la pregunta 7.1. En general, quienes respondieron a la consulta opinaban que los incentivos de los administradores debían estar adecuadamente estructurados para fomentar el rendimiento a largo plazo y sostenible de las empresas. Sin embargo, la mayoría se oponía a la adopción de medidas legislativas en relación con la estructura de la remuneración de las empresas que cotizan en bolsa. Con todo, algunos consultados mencionaron que acogerían satisfactoriamente una mayor transparencia de las políticas de remuneración de los administradores de las empresas que cotizan en bolsa y la votación de los accionistas.

(10)	¿Debe ser obligatorio someter la política de remuneración y el informe relativo a las remuneraciones a la votación de los accionistas?

1.5. Gestión del riesgo

Todas las empresas, sea cual sea su ámbito de actuación específico, están expuestas a una gran variedad de riesgos externos o internos. Según sean sus características particulares (ámbito de actividad, tamaño, proyección internacional o complejidad), deben desarrollar la cultura de riesgos adecuada y las disposiciones para gestionar esos riesgos eficazmente. Algunas empresas pueden estar expuestas a riesgos que afectan significativamente a toda la sociedad: riesgos relacionados con el cambio climático[41], con el medio ambiente (por ejemplo, los numerosos y dramáticos vertidos de petróleo que se han producido en los últimos decenios), la salud, la seguridad, los derechos humanos, etc. Otras se encargan de la explotación de infraestructuras críticas, cuya alteración o destrucción podría tener consecuencias transfronterizas graves[42]. Ahora bien, las actividades que podrían generar estos riesgos están sujetas a legislación sectorial específica y a la supervisión de las autoridades competentes. Por lo tanto, teniendo en cuenta la diversidad de situaciones, no parece posible proponer un modelo de gestión del riesgo de «talla única» que sirva a todos los tipos de empresas. No obstante, es crucial que el consejo asegure una supervisión adecuada de los procesos de gestión del riesgo.

Para que una política de riesgos sea eficaz y coherente, debe estar claramente «definida desde arriba», es decir, debe ser decidida por el consejo de administración para toda la organización. Está admitido generalmente[43] que el consejo de administración es el principal responsable de definir el perfil de riesgo de una organización determinada según la estrategia seguida y de supervisarlo adecuadamente para garantizar que funcione.

Algunos aspectos pueden diferir debido a la variedad de los marcos jurídicos vigentes, por ejemplo, la estructura dual o unitaria de los consejos de administración. En cada caso, es indispensable definir con claridad los papeles y las responsabilidades de todas las partes que intervienen en el proceso de gestión del riesgo: el consejo, la dirección ejecutiva y todo el personal operativo que trabaja en la gestión del riesgo. La descripción de los puestos de trabajo debe conocerse interna y externamente.

Preguntas:

(11)	¿Está de acuerdo en que el consejo debe aprobar el riesgo que la empresa está dispuesta a asumir y hacerse responsable de él e informar al respecto significativamente a los accionistas? ¿Deben estas medidas de información incluir también riesgos fundamentales que puedan plantearse para el conjunto de la sociedad?
(12)	¿Está de acuerdo en que el consejo debe velar por que las disposiciones de gestión de riesgos de la empresa sean eficaces y proporcionadas con su perfil de riesgo?

---

41 Por ejemplo, resistencia de las inversiones de la empresa frente al cambio climático, consecuencias financieras y de otros tipos de la regulación de las emisiones de gases de efecto invernadero.

42 Página web de la UE sobre «protección de las infraestructuras críticas»: http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm.

43 Basado en entrevistas de la Comisión.

2. ACCIONISTAS

El papel de los accionistas en el gobierno corporativo fue tratado en el Libro Verde sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras, publicado en junio de 2010.

En el Libro Verde de junio de 2010 se observó que la falta de un interés adecuado de los accionistas por pedir responsabilidades a la dirección de las entidades financieras contribuía a que esta no asumiera debidamente la obligación de rendir cuentas y podía haber facilitado una asunción de riesgos excesivos en las entidades financieras. Se observó que, en muchos casos, los accionistas consideraban que los beneficios que se preveía que podía reportar la asunción de riesgos merecían la pena, y, por tanto, apoyaban implícitamente la asunción de riesgos excesivos, en especial a través de un fuerte apalancamiento. La razón es que los accionistas se beneficiarían plenamente del lado positivo de esta estrategia, mientras que participarían en las pérdidas únicamente hasta que el valor de las acciones cayera hasta cero, tras lo cual las pérdidas subsiguientes serían soportadas por los acreedores (lo que se conoce como la «responsabilidad limitada» de los accionistas).

El comportamiento de los accionistas en las entidades financieras en relación con la asunción de riesgos excesivos podría ser un caso especial, porque sus operaciones son complejas y difíciles de comprender. No obstante, las pruebas reunidas durante la elaboración del presente Libro Verde indican que las conclusiones del Libro Verde de 2010 en relación con la implicación insuficiente de los accionistas y las razones que la explican son aplicables también, en gran medida, al comportamiento de los accionistas de las sociedades con un accionariado disperso que cotizan en bolsa. En las empresas con un accionista dominante o mayoritario, parece que el reto principal es velar por que los intereses (económicos) de los accionistas minoritarios sean adecuadamente protegidos. Además, los accionistas minoritarios que están dispuestos a implicarse en las empresas pueden encontrarse también con las dificultades que se exponen a continuación.

2.1. Falta de implicación adecuada de los accionistas

Se entiende generalmente que la implicación de los accionistas consiste en supervisar activamente las empresas, mantener un diálogo con su consejo y ejercer los derechos de los accionistas, como votar y cooperar con otros accionistas, para, en caso necesario, mejorar la gobernanza de la empresa en la que se invierte en aras de la creación de valor a largo plazo. Aunque la implicación de los inversores a corto plazo puede tener un efecto positivo[44], se entiende en general como una actividad que mejora los beneficios para los accionistas a largo plazo[45]. Por lo tanto, la Comisión cree que son los inversores a largo plazo[46] los principales interesados en implicarse.

Algunas de las razones que explican la falta de implicación de los accionistas se expusieron en el Libro Verde de 2010 y no se repetirán aquí. Algunas de ellas, como el coste de la participación, la dificultad de valorar sus beneficios y la incertidumbre acerca de sus resultados, incluido el problema del parasitismo, parecen tener efecto en la mayoría de los

---

44 Por ejemplo, la implicación de los inversores institucionales con una orientación a corto plazo típicos, como los fondos de inversión libre «activistas», puede ser beneficiosa, ya que puede actuar como catalizador para un cambio en la gobernanza y sensibilizar a otros accionistas.

45 Véase el *UK Stewardship Code*.

46 Inversores con obligaciones a largo plazo frente a sus beneficiarios, como fondos de pensiones, compañías de seguro de vida, fondos públicos de reserva para las pensiones y fondos soberanos.

inversores institucionales[47]. En el Libro Verde de 2010, la Comisión planteaba también si se debería exigir a los inversores institucionales, incluidos los propietarios y los gestores de activos, que publicasen su política y sus registros de votación. La gran mayoría de los que respondieron a la consulta apoyaron esta norma. En su opinión, la divulgación de información mejoraría el conocimiento de los inversores, optimizaría las decisiones de inversión de los inversores finales, facilitaría el diálogo de las sociedades emisoras con los inversores y fomentaría la implicación de los accionistas. Una de las opciones que estudia actualmente la Comisión sería, por consiguiente, la adopción de una normativa que favorezca la transparencia de las políticas de votación y la divulgación de información general sobre su aplicación, respetando al mismo tiempo la igualdad de trato de los accionistas.

2.2. Planteamientos a corto plazo de los mercados de capital

Los cambios más importantes registrados en los mercados de capital en los últimos decenios, y, en concreto, los productos innovadores y la evolución técnica, se han centrado sobre todo en la función de transacción de los mercados de capital y han facilitado transacciones más rápidas y eficientes. Innovaciones como la negociación de alta frecuencia y automatizada parecen haber redundado en un aumento de la liquidez, pero han contribuido también a acortar los periodos de posesión de valores. En los dos últimos decenios, los horizontes de inversión se han acortado considerablemente. El volumen de contratación en las principales bolsas alcanza actualmente el 150 % al año de la capitalización bursátil total, lo cual implica que el periodo medio de tenencia es de ocho meses.

Al mismo tiempo, la intermediación de las inversiones ha aumentado, lo cual amplifica la importancia de la relación de comisión entre los inversores a largo plazo y los gestores de sus activos. Se ha argumentado que la relación de comisión contribuye de hecho a que prevalezcan en el mercado planteamientos a corto plazo, lo que puede causar también fijación inadecuada de los precios, comportamiento gregario, aumento de la inestabilidad y falta de responsabilización de las empresas que cotizan en bolsa. Esta cuestión se explica en la Sección 2.3.

Algunos inversores se han quejado también de un «sesgo normativo» hacia los planteamientos a corto plazo, que dificulta la adopción de estrategias de inversión a más largo plazo. Durante las consultas preliminares mantenidas por la Comisión con las partes interesadas se señaló que las normas sobre solvencia y contabilidad de los fondos de pensiones, cuya finalidad era promover una mayor transparencia y una valoración más eficaz de los mercados, habían tenido consecuencias no deseadas.

Pregunta:

(13)	Señale las normas jurídicas que existan en la UE que, en su opinión, puedan contribuir a que los inversores adopten planteamientos a corto plazo inapropiados y explique cómo podrían, en su opinión, modificarse estas normas para impedir ese tipo de comportamientos.

[47] A los efectos del presente Libro Verde, «inversor institucional» se entiende en sentido amplio, es decir, cualquier institución que invierte profesionalmente (también) en nombre de clientes y beneficiarios.

2.3. La relación de comisión entre los inversores institucionales y los gestores de activos

La Comisión admite que no todos los inversores tienen por qué implicarse en las sociedades beneficiarias de su inversión. Son libres de elegir un modelo de inversión orientado al corto plazo sin implicación.

No obstante, la relación de comisión entre los inversores institucionales (propietarios de los activos) y sus gestores contribuye a que aumenten los planteamientos a corto plazo y la fijación inadecuada de los precios en los mercados de capital[48]. La cuestión es especialmente pertinente por lo que respecta a la inactividad de los accionistas con una orientación a largo plazo.

2.3.1. Planteamientos a corto plazo y contratos de gestión de activos

Parece que el modo en que se evalúa la actuación de los gestores de activos y la estructura de incentivos de los honorarios y las comisiones fomentan que los gestores de activos busquen beneficios a corto plazo. Hay pruebas (confirmadas en el diálogo de la Comisión con los inversores institucionales) de que muchos gestores de activos son seleccionados, evaluados y compensados con arreglo a sus resultados relativos a corto plazo. La evaluación de la actuación conforme a criterios relativos, es decir, la medida en que ofrecen resultados mejores o peores que un índice del mercado, puede fomentar el comportamiento gregario y una perspectiva centrada en el corto plazo, en especial si se utiliza un intervalo corto para medir esa actuación. La Comisión cree que los incentivos a corto plazo en los contratos de gestión de activos pueden contribuir de manera significativa a la adopción de planteamientos a corto plazo de los gestores de activos, lo cual probablemente incide en la apatía de los accionistas.

Muchas de las respuestas a la consulta del Libro Verde[49] de 2010 apoyaron una mayor información sobre las estructuras de incentivos de los gestores de activos. Por lo tanto, la cuestión es si conviene adoptar medidas adicionales para aproximar más los intereses de los inversores institucionales a largo plazo y los de los gestores de activos (por ejemplo, elaborando un conjunto de principios de inversión).

Pregunta:

(14)	¿Deben tomarse medidas —y, en tal caso, cuáles— en relación con las estructuras de incentivos y la evaluación de la actuación de los gestores de activos que administran las carteras de inversores institucionales a largo plazo?

2.3.2. Falta de transparencia acerca del desempeño de las obligaciones fiduciarias

Una mayor transparencia acerca del desempeño de las obligaciones fiduciarias por los gestores de los activos y, en concreto, sus estrategias de inversión, el coste de la rotación de la cartera, si el nivel de rotación de la cartera es coherente con la estrategia acordada, el coste y los beneficios de la implicación, etc., podría ayudar a comprender mejor si las actividades de

---

[48] Paul Woolley, «Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy», en *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

[49] Respondieron a favor, principalmente, los inversores, los gestores de activos, la industria (de los servicios financieros) y los profesionales de la administración de empresas.

los gestores de activos son o no beneficiosas para los inversores institucionales a largo plazo y para la creación de valor a largo plazo en su nombre.

Además, podría ser útil disponer de información sobre el nivel y el alcance de la implicación en las empresas beneficiarias de la inversión que el propietario del activo espera que realice su gestor, y que este elabore informes acerca de su labor de implicación[50].

Más transparencia sobre estas cuestiones ayudaría a los inversores institucionales a supervisar mejor a sus agentes y, de este modo, a tener mayor influencia en el proceso de inversión. Como consecuencia de esta mejora de la supervisión, los inversores institucionales a largo plazo podrían decidir renegociar los contratos de gestión de activos para introducir límites a la rotación de las carteras y exigir a los gestores de sus activos que intervengan más en la administración de las empresas beneficiarias de la inversión[51].

Pregunta:

(15)	¿Debe la legislación de la UE promover una supervisión más eficaz de los gestores de activos por parte de los inversores institucionales por lo que respecta a las estrategias, los costes, la negociación y el grado de implicación de los gestores de activos en las empresas que reciben las inversiones? En tal caso, ¿cómo?

2.4. Otros posibles obstáculos a la implicación de los inversores institucionales

2.4.1. Conflictos de intereses

Los conflictos de intereses en el sector financiero parecen ser una de las razones de la falta de implicación de los accionistas. Este tipo de conflictos se plantea a menudo cuando un inversor institucional o un gestor de activos, o su empresa matriz, tiene un interés comercial en la empresa que recibe la inversión. Un ejemplo de esto puede hallarse en los grupos financieros en los que a la filial de gestión de activos podría no interesarle que se note que ejerce activamente sus derechos de accionista en una empresa a la que su empresa matriz presta servicios o en la que tiene una participación.

Pregunta:

(16)	¿Deben las normas de la UE exigir cierta independencia del órgano rector de los gestores de activos, por ejemplo de su empresa matriz, o hacen falta otras medidas (legislativas) para fomentar la revelación de los conflictos de intereses y su resolución?

---

50 Véase también el apartado 7.3.4 de la consulta pública acerca de la Revisión de la Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros (Mifid): http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/fin_supervision/summary_en.pdf

51 El 31 de enero de 2010, el ICGN Shareholder Responsibilities Committee publicó una convocatoria de datos con respecto a las condiciones de los modelos de contrato para los acuerdos entre los propietarios de los activos y los gestores de sus fondos: http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

2.4.2. Obstáculos a la cooperación de los accionistas

La implicación de los inversores particulares, sobre todo la de aquellos que tienen una cartera diversificada, puede no ser siempre acertada. La cooperación entre los accionistas podría ayudarles a ser más eficaces.

Muchos de los consultados en el marco del Libro Verde de 2010 propusieron que debería modificarse la legislación existente de la UE sobre la actuación concertada, que podía dificultar la cooperación de los accionistas. La Comisión reconoce que unas normas más claras y uniformes sobre la actuación concertada serían ciertamente beneficiosas en este aspecto. Se han propuesto otras ideas para facilitar la cooperación de los accionistas: algunos sugieren la creación de foros de cooperación de accionistas, mientras que otros proponen un sistema de solicitud de delegación de voto a nivel de la UE, que exigiera a las empresas que cotizan en bolsa crear en su página web una función específica que permita a los accionistas publicar información sobre puntos concretos del orden del día y pedir a otros accionistas que les deleguen su voto.

Algunos inversores han mencionado que la votación transfronteriza sigue siendo problemática y que la legislación de la UE debería facilitarla. La Directiva sobre los derechos de los accionistas (2007/36/CE) mejoró esta situación considerablemente. Sin embargo, la demora en su transposición por muchos Estados miembros ha hecho que su repercusión real para el inversor final particular apenas está empezando a manifestarse. Por otra parte, parece que hay un problema en la transmisión efectiva de información importante entre el emisor y el accionista a lo largo de la cadena, especialmente en las situaciones transfronterizas. La Comisión conoce estas dificultades y estudiará la cuestión en relación con su trabajo sobre armonización de la legislación en materia de valores.

Pregunta:

(17)	¿Cuál sería el mejor modo de facilitar la cooperación entre los accionistas a nivel de la UE?

2.5. Asesores de voto

Los inversores institucionales con carteras de valores muy diversificadas encuentran dificultades prácticas para valorar con detalle qué deben votar sobre algunos puntos del orden del día de las juntas generales de las empresas en las que invierten. Por eso recurren con frecuencia a los servicios que prestan los asesores de voto (*proxy advisors*), como el asesoramiento de voto, la votación por delegación y las calificaciones del gobierno corporativo. La influencia de estos asesores en la votación es, en consecuencia, sustancial. Por otra parte, se ha señalado que los inversores institucionales dependen más del asesoramiento de voto para sus inversiones en empresas extranjeras que para las inversiones que realizan en sus mercados nacionales. Por lo tanto, la influencia de los asesores de voto sería mayor en los mercados con un alto porcentaje de inversores institucionales.

La influencia de los asesores de voto suscita algunas inquietudes. Durante la elaboración del presente Libro Verde, los inversores y las empresas que reciben las inversiones expresaron su preocupación común de que los asesores de voto no son lo bastante transparentes acerca de los métodos que aplican para elaborar su asesoramiento. En concreto, se alega que la metodología analítica no tiene en cuenta las características específicas de las empresas o de la legislación nacional y las mejores prácticas en materia de gobierno corporativo. Otro aspecto

que preocupa es que los asesores de voto están sujetos a conflictos de intereses. Este tipo de conflictos puede surgir cuando los asesores de voto actúan también como consultores de gobierno corporativo de las empresas que reciben las inversiones, o cuando aconsejan sobre resoluciones de los accionistas propuestas por (uno de) sus clientes. Por último, preocupa también la falta de competencia en el sector, en parte por la calidad del asesoramiento y si responde a las necesidades de los inversores.

Preguntas:

(18)	¿Debe la legislación de la UE exigir que los asesores de voto sean más transparentes, por ejemplo en relación con sus métodos analíticos, con los conflictos de intereses y su política para resolverlos, o acerca de si aplican un código de conducta? Si es así, ¿cuál sería la mejor manera de lograrlo?
(19)	¿Cree que son necesarias otras medidas (legislativas), por ejemplo, la restricción de la capacidad de los asesores de voto para prestar servicios de consultoría a las empresas que reciben las inversiones?

2.6. Identificación de los accionistas

Ha habido recientemente peticiones de que la UE actúe para incrementar el nivel de transparencia[52] de los inversores con respecto a los emisores de acciones[53]. Quienes están a favor sostienen que disponer de medios para identificar a sus accionistas permitirá a los emisores entablar un diálogo con ellos, en particular sobre asuntos de gobierno corporativo. Esto podría aumentar también en general la implicación de los accionistas en las empresas en las que invierten[54]. Alrededor de dos tercios de los Estados miembros han concedido ya a los emisores el derecho a conocer a sus accionistas nacionales[55]. Además, en la Directiva sobre la transparencia[56] y las medidas nacionales de aplicación conexas se establece un grado de transparencia de las participaciones por encima de determinado umbral[57].

Otros no aprueban la demanda de crear una herramienta europea para la identificación de los accionistas. Consideran que los medios de comunicación modernos han hecho que resulte muy fácil informar a los accionistas y a los potenciales inversores sobre las cuestiones de

---

52 Para una información más detallada, véase el documento de trabajo de los servicios de la Comisión *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues' Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, SEC(2009) 611, pp. 88-94.

53 Esta cuestión se planteó también en el Libro Verde *El gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración*, COM(2010) 284, aunque se circunscribía a las entidades financieras.

54 La Comisión estudió ya el riesgo de abuso relacionado con el «voto vacío» en su consulta relativa a la Directiva sobre la transparencia. En esa consulta se sugirió que se trataba de un problema de «*record date capture*» (que consiste en hacerse con los derechos de voto antes de la fecha de registro).

55 Para más detalles, véase *Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe, ECB T2S Taskforce on Shareholder Transparency*, de 9 de diciembre de 2010: http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81

56 Directiva 2004/109/CE.

57 En la revisión de la Directiva sobre la transparencia prevista para 2011, la Comisión prevé también introducir una obligación de información para las posiciones económicas largas que tienen un efecto económico similar al de la posesión de acciones.

gobierno corporativo y obtener sus opiniones. Un mejor conocimiento de los accionistas podría llevar también a un atrincheramiento del cuerpo directivo, es decir, podría servir a la dirección para defenderse mejor contra las posibles actuaciones de los accionistas para poner en cuestión su manera de dirigir el negocio. En algunos Estados miembros pueden plantearse también consideraciones de privacidad relacionadas con las normas de protección de datos que prohíben a los intermediarios transmitir a los emisores información sobre los accionistas.

Pregunta:

(20)	¿Le parece que es necesario un mecanismo técnico o jurídico europeo que ayude a los emisores a identificar a sus accionistas para facilitar el diálogo sobre los asuntos de gobierno corporativo? En caso afirmativo, ¿cree que esto sería beneficioso también para la cooperación entre los inversores? Por favor, dé una respuesta detallada (por ejemplo, objetivos perseguidos, instrumento preferido, frecuencia, nivel de detalle y asignación de costes).

2.7. Protección de los accionistas minoritarios

La protección de los accionistas minoritarios es importante en relación con el papel de los accionistas en el gobierno corporativo por varias razones.

La implicación de los accionistas minoritarios es difícil en las empresas con accionistas mayoritarios, modelo de gobierno que sigue predominando en las empresas europeas. Esto plantea la cuestión de si el sistema de «cumplir o explicar» es viable en estas empresas, en especial cuando no está garantizada una protección adecuada de los accionistas minoritarios.

En segundo lugar, se plantea la cuestión de si las normas existentes de la UE son suficientes para proteger los intereses de los accionistas minoritarios del potencial abuso del accionista mayoritario (y/o de la dirección).

2.7.1. Margen para la implicación y el funcionamiento del sistema de «cumplir o explicar» cuando hay un accionista dominante o mayoritario

La implicación de los accionistas minoritarios puede resultar especialmente difícil en las empresas con un accionista dominante o mayoritario que, normalmente, está representado también en el consejo. Las dificultades o la incapacidad de los accionistas minoritarios para representar eficientemente sus intereses en las empresas con accionistas mayoritarios pueden hacer que el mecanismo de «cumplir o explicar» sea mucho menos eficaz. Para mejorar los derechos de los accionistas, algunos Estados miembros (por ejemplo, Italia) reservan el nombramiento de algunos consejeros para los accionistas minoritarios.

Pregunta:

(21)	¿Piensa que los accionistas minoritarios necesitan derechos adicionales para que sus intereses estén eficazmente representados en las empresas con accionistas dominantes o mayoritarios?

2.7.2. Protección contra potenciales abusos

Los accionistas mayoritarios y/o los consejos pueden extraer beneficios de una empresa en detrimento de los intereses de los accionistas minoritarios de muchas maneras. La principal de ellas es a través de las transacciones con partes vinculadas.

Las normas actuales de la UE regulan ya algunos aspectos de las transacciones con partes vinculadas, principalmente la contabilidad y la divulgación de información. Se exige a las empresas que incluyan en sus cuentas anuales una nota sobre las transacciones efectuadas con partes vinculadas, indicando el importe y la naturaleza de la transacción y otros datos necesarios[58].

Sin embargo, algunos inversores con los que se mantuvieron conversaciones durante la preparación del presente Libro Verde aducen que las normas son insuficientes. Creen que la

---

[58] Véase el artículo 43, apartado 1, párrafo 7 *ter*, de la Cuarta Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, y el artículo 34, apartado 7 *ter*, de la Séptima Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado, relativa a las cuentas consolidadas.

información sobre las transacciones con partes vinculadas no es suficiente en todas las situaciones y no siempre es oportuna.

Se ha sugerido[59] que, por encima de determinado umbral, el consejo debe designar a un experto independiente que proporcione una opinión imparcial sobre las condiciones de las transacciones con partes vinculadas a los accionistas minoritarios. Las transacciones con partes vinculadas de una importancia significativa requerirían de la aprobación de la junta general. La publicidad asociada con las juntas generales podría disuadir a los accionistas mayoritarios de realizar algunas transacciones y daría a los accionistas minoritarios la oportunidad de oponerse a la resolución que aprobase dicha transacción. Algunos proponen que se debería impedir que los accionistas mayoritarios votaran.

Pregunta:

(22)	¿Cree que los accionistas minoritarios necesitan más protección frente a las transacciones con partes vinculadas? En tal caso, ¿qué medidas podrían tomarse?

2.8. Participación de los empleados en el capital

El interés de los empleados en la sostenibilidad a largo plazo de la empresa para la que trabajan es un elemento que la normativa de gobierno corporativo debe tener en cuenta. La implicación de los empleados en los asuntos de una empresa puede adoptar la forma de información, consulta y participación en el consejo. Ahora bien, puede estar relacionada también con formas de participación financiera, en concreto, con la posibilidad de que los empleados se conviertan en accionistas. La participación de los empleados en el capital tiene una larga tradición en algunos países europeos[60]. Estos planes se consideran ante todo un medio de aumentar el compromiso y la motivación de los trabajadores, incrementar la productividad y reducir la tensión social. Sin embargo, la participación de los empleados en el capital también entraña riesgos derivados de la falta de diversificación: si la empresa quiebra, los accionistas empleados pueden perder su empleo y sus ahorros. Sin embargo, los empleados como inversores pueden jugar un papel importante en el aumento de la proporción de accionistas con una orientación a largo plazo.

Pregunta:

(23)	¿Deben tomarse medidas —y, en su caso, cuáles— para promover a nivel de la UE la participación de los empleados en el capital?

3. EL MARCO «CUMPLIR O EXPLICAR» – SUPERVISIÓN Y APLICACIÓN DE LOS CÓDIGOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Los estudios realizados en empresas y con inversores muestran que la mayoría de ellos considera que el planteamiento de «cumplir o explicar» es una herramienta adecuada de gobierno corporativo. De acuerdo con el planteamiento de «cumplir o explicar», una empresa

---

59 Véase la Declaración sobre los derechos de los accionistas minoritarios del Foro europeo sobre la gobernanza empresarial.

60 Comunicación relativa a un marco para la participación financiera de los trabajadores – COM 2002(364)-, Informe PEPPER IV: *Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union*, 2008.

que decide apartarse de una recomendación de un código de gobierno corporativo debe dar razones detalladas, específicas y concretas de su incumplimiento. Su principal ventaja es su flexibilidad; permite a las empresas adaptar sus prácticas de gobierno corporativo a su situación específica (tomando en consideración su tamaño, la estructura de su accionariado y las especificidades sectoriales). Se piensa también que hace a las empresas más responsables al fomentar que consideren si sus prácticas de gobierno corporativo son adecuadas y proporcionarles un objetivo que alcanzar. Por lo tanto, el planteamiento de «cumplir o explicar» tiene un amplio apoyo de los reguladores, las empresas y los inversores, como muestra un estudio sobre sistemas de supervisión y aplicación de los códigos de gobierno corporativo de los Estados miembros publicado en otoño de 2009[61].

Sin embargo, la introducción general del planteamiento «cumplir o explicar» en la UE ha tenido sus dificultades. En el estudio mencionado se revelaron importantes deficiencias en la aplicación del principio de «cumplir o explicar» que reducen la eficiencia de la normativa de gobierno corporativo de la UE y limitan la utilidad del sistema. Por lo tanto, algunos ajustes parecen necesarios para mejorar la aplicación de los códigos de gobierno corporativo. Las soluciones no deben alterar los fundamentos del planteamiento de «cumplir o explicar», sino contribuir a su buen funcionamiento mejorando la calidad informativa de los informes. Ahora bien, estas soluciones no deben eludir la posible necesidad de reforzar determinados requisitos a nivel de la UE incluyéndolos en la legislación y no formulando recomendaciones.

3.1. Mejorar la calidad de las explicaciones dadas en los informes de gobierno corporativo

Según el estudio antes citado, la calidad general de los informes de gobierno corporativo de las empresas cuando se apartan de una recomendación del código es insatisfactoria. Sus explicaciones son utilizadas por los inversores para tomar sus decisiones y calcular el valor de la empresa. Sin embargo, el estudio mostró que en más del 60 % de los casos, cuando las empresas decidían no aplicar determinadas recomendaciones, no proporcionaban suficientes explicaciones. Bien declaraban simplemente que se habían apartado de una recomendación, sin más justificaciones, bien daban solo una explicación general o limitada.

En muchos Estados miembros puede observarse ya una mejora lenta pero gradual en este ámbito. Las empresas están aprendiendo, y se dan mejores explicaciones gracias a las actividades educativas de organismos públicos o privados (autoridades del mercado financiero, bolsas, cámaras de comercio, etc.). No obstante, se podría mejorar más introduciendo requisitos más detallados en relación con la información que deben publicar las empresas que incumplen las recomendaciones. Los requisitos deben ser claros y precisos: muchas de las dificultades actuales se deben a errores en la comprensión del tipo de explicaciones que deben darse.

Un buen ejemplo de un requisito preciso para las empresas es el código de gobierno corporativo sueco, en el que se establece que, en su informe de gobierno corporativo, la empresa debe indicar claramente qué normas del código no ha cumplido, justificar cada caso de incumplimiento y describir la solución que se ha adoptado en su lugar[62]. De hecho, parecería apropiado exigir que las empresas no solo expliquen las razones por las que no

---

61 *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, publicado en http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.

62 Véase http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code, punto 10.2.

acatan una recomendación determinada, sino también que den una descripción detallada de la solución alternativa aplicada.

3.2. Mejor supervisión del gobierno corporativo

Los informes de gobierno corporativo que publican las empresas parecen no ser supervisados como deberían. En la mayoría de los Estados miembros, la responsabilidad de hacer que se cumpla la obligación de publicar esta información recae en los inversores que, dependiendo de la cultura y las tradiciones de su Estado miembro, no suelen ser muy activos. Las autoridades del mercado financiero o las bolsas y otros órganos de supervisión trabajan en diferentes marcos legislativos y han desarrollado prácticas diferentes. En la mayoría de los casos, solo tienen el cometido formal de comprobar si se ha publicado el informe de gobierno corporativo. Hay pocos Estados miembros en los que sean autoridades públicas o especializadas las que deban comprobar si la información proporcionada es completa (en particular, las explicaciones).

«Cumplir o explicar» podría funcionar mucho mejor si se autorizara a órganos supervisores, como los responsables de la reglamentación de valores, las bolsas u otras entidades[63], a comprobar si la información disponible (en concreto, las explicaciones) es suficientemente informativa y exhaustiva. No obstante, las autoridades no deben interferir con el contenido de la información revelada ni juzgar la validez comercial de la solución elegida por la empresa. Las autoridades pueden hacer públicos los resultados de la supervisión para destacar las mejores prácticas e impulsar a las empresas hacia una transparencia más completa. Se podría prever también el uso de sanciones formales en los casos más graves de incumplimiento[64].

Un modo de mejorar la supervisión podría ser definir el informe de gobierno corporativo como información regulada a efectos de lo dispuesto en el artículo 2, apartado 1, letra k), de la Directiva 2004/109/CE y, de este modo, hacer que esté sujeto a la potestad de las autoridades nacionales competentes, según lo establecido en el artículo 24, apartado 4, de la misma Directiva.

En cuanto a las diferentes prácticas desarrolladas por los órganos supervisores, hay un gran potencial para mejorar y ampliar el intercambio de mejores prácticas que ya se realiza.

Preguntas:

(24)	¿Está de acuerdo en que a las empresas que se apartan de las recomendaciones de los códigos de gobierno corporativo habría que exigirles que den explicaciones detalladas de su incumplimiento y que describan las soluciones alternativas adoptadas?
(25)	¿Está de acuerdo en que se debería autorizar a los órganos supervisores para que comprueben la calidad informativa de las explicaciones contenidas en los informes de gobierno corporativo y exijan a las empresas que completen esas explicaciones cuando sea necesario? En caso afirmativo, ¿cuál debería ser exactamente su función?

63 No se debate aquí el papel de los auditores, ya que se ha lanzado una consulta sobre la función de la auditoría legal a través de otro Libro Verde, que puede consultarse en la siguiente dirección: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_es.pdf.

64 Como se hace, por ejemplo, en España: véase el *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, p. 63.

4. PRÓXIMAS ETAPAS

Se invita a los Estados miembros, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y a otras partes interesadas a expresar su opinión sobre las propuestas que se exponen en el presente Libro Verde. Las contribuciones deben enviarse a la siguiente dirección y llegar a la Comisión el 22 de julio de 2011, a más tardar: markt-complaw@ec.europa.eu. Tras el presente Libro Verde y basándose en las respuestas recibidas, la Comisión decidirá sobre su próxima actuación. Toda futura propuesta legislativa o no legislativa estará acompañada de una amplia evaluación de impacto, teniendo en cuenta la necesidad de evitar una carga administrativa desproporcionada para las empresas.

Las contribuciones se publicarán en Internet. Es importante leer la declaración de privacidad adjunta al presente Libro Verde para informarse sobre el tratamiento de los datos personales y las contribuciones.

Anexo 1: Cuestionario

Preguntas generales

(1) ¿Deben las medidas de gobierno corporativo de la UE tener en cuenta el tamaño de las empresas que cotizan en bolsa? ¿Cómo? ¿Debe establecerse un régimen diferenciado y proporcionado para las pequeñas y medianas empresas que cotizan en bolsa? En tal caso, ¿hay definiciones o umbrales adecuados? Si es así, proponga modos de adaptarlos a las PYME, cuando proceda, al responder a las preguntas que figuran a continuación.

(2) ¿Deben tomarse medidas de gobierno corporativo a nivel de la UE para las empresas que no cotizan en bolsa? ¿Debe la UE centrarse en promover la elaboración y la aplicación de códigos voluntarios para las empresas que no cotizan en bolsa?

El consejo de administración

(3) ¿Debe la UE tratar de garantizar que las funciones y los deberes del presidente del consejo de administración y del consejero delegado estén claramente separados?

(4) ¿Deben las políticas de contratación ser más específicas en cuanto al perfil de los administradores, incluido el presidente, para asegurar que tengan las cualificaciones adecuadas y que el consejo sea convenientemente diverso? En tal caso, ¿cómo podría lograrse mejor y a qué nivel de gobierno, es decir, a nivel nacional, de la UE o internacional?

(5) ¿Se debería exigir a las empresas que cotizan en bolsa que revelen si aplican una política de diversidad y, en tal caso, que describan sus objetivos y su contenido principal y que informen periódicamente de su avance?

(6) ¿Se debería exigir a las empresas que cotizan en bolsa que garanticen un mejor equilibrio de género en los consejos? En tal caso, ¿cómo?

(7) ¿Cree que debería existir una medida a nivel de la UE que limitase el número de mandatos que un administrador no ejecutivo puede ejercer? En caso afirmativo, ¿cómo debería formularse?

(8) ¿Conviene fomentar que las empresas que cotizan en bolsa realicen una evaluación externa periódicamente (por ejemplo, cada tres años)? En tal caso, ¿cómo puede hacerse?

(9) ¿Debe ser obligatorio publicar información sobre la política de remuneración, el informe anual relativo a las remuneraciones (un informe acerca de cómo se aplicó la política de remuneración el año anterior) y la remuneración individual de los administradores ejecutivos y no ejecutivos?

(10) ¿Debe ser obligatorio someter la política de remuneración y el informe relativo a las remuneraciones a la votación de los accionistas?

(11) ¿Está de acuerdo en que el consejo debe aprobar el riesgo que la empresa está dispuesta a asumir y hacerse responsable de él e informar al respecto

significativamente a los accionistas? ¿Deben estas medidas de información incluir también riesgos fundamentales que puedan plantearse para el conjunto de la sociedad?

(12) ¿Está de acuerdo en que el consejo debe velar por que las disposiciones de gestión de riesgos de la empresa sean eficaces y proporcionadas con su perfil de riesgo?

Accionistas

(13) Señale las normas jurídicas que existan en la UE que, en su opinión, puedan contribuir a que los inversores adopten planteamientos a corto plazo inapropiados y explique cómo podrían, en su opinión, modificarse estas normas para impedir ese tipo de comportamientos.

(14) ¿Deben tomarse medidas —y, en tal caso, cuáles— en relación con las estructuras de incentivos y la evaluación de la actuación de los gestores de activos que administran las carteras de inversores institucionales a largo plazo?

(15) ¿Debe la legislación de la UE promover una supervisión más eficaz de los gestores de activos por parte de los inversores institucionales por lo que respecta a las estrategias, los costes, la negociación y el grado de implicación de los gestores de activos en las empresas que reciben las inversiones? En tal caso, ¿cómo?

(16) ¿Deben las normas de la UE exigir cierta independencia del órgano rector de los gestores de activos, por ejemplo de su empresa matriz, o hacen falta otras medidas (legislativas) para fomentar la revelación de los conflictos de intereses y su resolución?

(17) ¿Cuál sería el mejor modo de facilitar la cooperación entre los accionistas a nivel de la UE?

(18) ¿Debe la legislación de la UE exigir que los asesores de voto sean más transparentes, por ejemplo en relación con sus métodos analíticos, con los conflictos de intereses y su política para resolverlos, o acerca de si aplican un código de conducta? Si es así, ¿cuál sería la mejor manera de lograrlo?

(19) ¿Cree que son necesarias otras medidas (legislativas), por ejemplo, la restricción de la capacidad de los asesores de voto para prestar servicios de consultoría a las empresas que reciben las inversiones?

(20) ¿Le parece que es necesario un mecanismo técnico o jurídico europeo que ayude a los emisores a identificar a sus accionistas para facilitar el diálogo sobre los asuntos de gobierno corporativo? En caso afirmativo, ¿cree que esto sería beneficioso también para la cooperación entre los inversores? Por favor, dé una respuesta detallada (por ejemplo, objetivos perseguidos, instrumento preferido, frecuencia, nivel de detalle y asignación de costes).

(21) ¿Piensa que los accionistas minoritarios necesitan derechos adicionales para que sus intereses estén eficazmente representados en las empresas con accionistas dominantes o mayoritarios?

(22) ¿Cree que los accionistas minoritarios necesitan más protección frente a las transacciones con partes vinculadas? En tal caso, ¿qué medidas podrían tomarse?

(23) ¿Deben tomarse medidas —y, en su caso, cuáles— para promover a nivel de la UE la participación de los empleados en el capital?

Supervisión y aplicación de los códigos de gobierno corporativo

(24) ¿Está de acuerdo en que a las empresas que se apartan de las recomendaciones de los códigos de gobierno corporativo habría que exigirles que den explicaciones detalladas de su incumplimiento y que describan las soluciones alternativas adoptadas?

(25) ¿Está de acuerdo en que se debería autorizar a los órganos supervisores para que comprueben la calidad informativa de las explicaciones contenidas en los informes de gobierno corporativo y exijan a las empresas que completen esas explicaciones cuando sea necesario? En caso afirmativo, ¿cuál debería ser exactamente su función?

Anexo 2: Lista de medidas de la UE en el ámbito del gobierno corporativo

- Directiva 2006/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, por la que se modifican las Directivas del Consejo 78/660/CEE relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, 83/349/CEE relativa a las cuentas consolidadas, 86/635/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los bancos y otras entidades financieras y 91/674/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros (DO L 224 de 16.8.2006, pp. 1–7).

- Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DO L 390 de 31.12.2004, pp. 38–57).

- Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (DO L 184 de 14.7.2007, pp. 17–24).

- Directiva 2004//25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO L 142 de 30.4.2004, pp. 12–23).

- Recomendación de la Comisión 2005/162/CE, de 15 de febrero de 2005, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa (DO L 52 de 25.2.2005, pp. 51–63).

- Recomendación de la Comisión 2004/913/CE, de 14 de diciembre de 2004, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa (DO L 385 de 29.12.2004, pp. 55-59).

- Recomendación de la Comisión 2009/385/CE, de 30 de abril de 2009, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa (DO L 120 de 15.5.2009, pp. 28-31).

-