



**COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS**  
**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ACCESO A LA PROFESIÓN DE ABOGADO**

**GOBIERNO CORPORATIVO:**

**“GRADO DE SEGUIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES SOBRE REMUNERACIONES  
DE CONSEJEROS DEL NUEVO CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO”**

Comparativa entre los ejercicios 2015 y 2016 y análisis del impacto normativo  
en las sociedades del IBEX 35

Realizado por: **D.<sup>a</sup> Araceli López Iglesias**

Dirigido por: **Prf.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> D.<sup>a</sup> Sara Ugena Muñoz**

Madrid, 1 de febrero de 2018

## **AGRADECIMIENTOS**

*Terminando este proyecto consigo cerrar otra etapa. Han sido meses de trabajo duro y esfuerzo que ven ahora su fin, un trabajo del que me siento orgullosa y satisfecha, y que sin duda no habría podido lograr sola. En estas líneas quiero agradecer a todos los que lo han hecho posible,*

*A mi tutora, la profesora Sara Ugena, por ser mi principal apoyo, por su dedicación y sus consejos.*

*A mis mentores y compañeros de la Comisión, en especial a Tomás Corral y Ángel Domínguez, simplemente porque sin ellos este proyecto no habría sido posible. Por su confianza y su acogida, por motivarme cada día para seguir aprendiendo.*

*A mis padres, por su apoyo constante. Por confiar en mí y por su gran esfuerzo para que yo hoy esté aquí, para que pueda ir alcanzando todos mis sueños. Por ser mis guías y mi ejemplo de lucha y superación.*

*A mis hermanas, por estar ahí día a día, por quererme, y por compartir conmigo esas ganas de comernos el mundo, haciéndome sentir que todo se puede conseguir.*

*Y, por último, a las dos personas que me empujaron a dar el salto, a los responsables de mi decisión de estudiar este curso en CUNEF. A quienes apostaron por mí y por mi carrera profesional, a Alejandro Rouco por su energía positiva y paciencia, y a Alonso Araujo, por ser quien me enseñó todo lo que significa estudiar Derecho.*

*Muchas gracias a todos.*

## ÍNDICE

<b>1. ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS DE ELABORACIÓN PROPIA .....</b>	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
<b>2. ABREVIATURAS.....</b>	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
<b>3. RESUMEN / ABSTRACT .....</b>	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
<b>4. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
<b>5. EVOLUCIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO .....</b>	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
5.1 PRIMER CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA, CÓDIGO OLIVENCIA	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
5.2 DEL CÓDIGO OLIVENCIA AL CÓDIGO ALDAMA .....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
5.3 LA UNIFICACIÓN DEL CÓDIGO, CÓDIGO CONTHE .....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
5.4 NUEVO CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS .	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
<b>6. MARCO REGULATORIO Y ÁMBITO DE APLICACIÓN .....</b>	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
6.1 VOLUNTARIEDAD DE LAS RECOMENDACIONES, CON SUJECCIÓN AL PRINCIPIO DE “CUMPLIR O EXPLICAR” .....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
6.2 ÁMBITO DE APLICACIÓN DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS .....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
6.3 DOCTRINA Y JURISPRUDENCIA .....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
<b>7. CONTENIDO DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.....</b>	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
7.1 REGULACIÓN Y MARCO NORMATIVO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN .....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
7.2 REGULACIÓN Y MARCO NORMATIVO SOBRE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS .....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
7.3 RECOMENDACIONES SOBRE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS, RECOGIDAS EN EL PUNTO III.3.6 DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
7.4 LA COMISIÓN DE NOMBRAMIENTOS Y RETRIBUCIONES .....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>
<b>8. ANÁLISIS EMPÍRICO .....</b>	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>

8.1 GRADO DE SEGUIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES 56 A 64, RECOGIDAS EN EL PUNTO III.3.6, SOBRE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS, EN RELACIÓN CON LAS SOCIEDADES DEL IBEX 35 .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
8.1.1 Aspectos generales sobre el grado de seguimiento del código en el ejercicio 2015 .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
8.1.2 Aspectos generales sobre el grado de seguimiento del código en el ejercicio 2016 .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
8.1.3 Comparativa entre el ejercicio 2015 y 2016 y resultados del impacto normativo .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
8.2 GRADO DE SEGUIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES POR SECTORES DE ACTIVIDAD DENTRO DEL IBEX 35 .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
8.3 EL CAPITAL FLOTANTE: LA ENTRADA DE ACCIONISTAS MINORITARIOS COMO REFLEJO DE LA CONFIANZA DE LOS INVERSORES EN LA COMPAÑÍA.....	49
8.4 PERSPECTIVA DE GÉNERO.....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
8.4.1 La diversidad de género una preocupación social internacional .....	51
8.4.2 Análisis empírico sobre la recomendación 14 del código de buen gobierno y la diversidad de género en las sociedades del Ibex 35.....	54
<b>9. DERECHO COMPARADO .....</b>	<b>59</b>
9.1 EL GOBIERNO CORPORATIVO EN EUROPA.....	60
9.2 UN EJEMPLO DE ACTUALIDAD: LA NUEVA MODIFICACIÓN DEL CÓDIGO BRITÁNICO .....	62
9.3 COMPARATIVA DEL GOBIERNO CORPORATIVO ESPAÑOL Y EL BRITÁNICO EN MATERIA DE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS.....	63
<b>10. LOS PROXI ADVISORS Y SU VINCULACIÓN CON LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS...65</b>	
<b>11. CONCLUSIONES.....67</b>	
<b>12. BIBLIOGRAFÍA.....73</b>	
12.1 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	73
12.2 NORMATIVA APLICABLE .....	75
12.3 JURISPRUDENCIA.....	76

## 1. ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS DE ELABORACIÓN PROPIA

1.	Tabla número 1: Recomendaciones 56-64 del CBG.....	36
2.	Tabla número 2: Grado de seguimiento de las recomendaciones 56-64 en el ejercicio 2015, de las sociedades del IBEX 35.....	40
3.	Tabla número 3: Grado de seguimiento de las recomendaciones 56-64 en el ejercicio 2016, de las sociedades del IBEX 35.....	43
4.	Tabla número 4: Clasificación por sectores de las sociedades del IBEX 35.....	45
5.	Tabla número 5: Grado de seguimiento de la recomendación 14 del CBG.....	54
6.	Tabla número 6: Composición de los consejos de las sociedades cotizadas en 2016.....	56
7.	Tabla número 7: Retribución Total, en miles de euros, de los consejeros independientes del BANCO SANTANDER, S.A, durante el ejercicio 2016.....	58
1.	Gráfico número 1: Comparativa del cumplimiento de las sociedades del IBEX 35 entre los ejercicios 2015-2016.....	43
2.	Gráfico número 2: Grado de cumplimiento por sectores de las sociedades del IBEX 35, en 2015 y 2016.....	46
3.	Gráfico número 3: Clasificación por tipo de cargo de las mujeres en las sociedades del IBEX 35, en 2016.....	55

## **2. ABREVIATURAS**

- BME: Bolsa y Mercados Españoles
- BOE: Boletín Oficial del Estado
- CAT: Comité Asesor Técnico.
- CBG: Código de Buen Gobierno
- CEO: Chief Executive Officer
- CF: Capital flotante
- CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores
- ESMA: European Securities and Markets Authority
- FRC: Financial Reporting Council
- G20: Grupo de los 20 países.
- GC: Gobierno Corporativo
- IAGC: Informe Anual de Gobierno Corporativo
- IARC. Informe Anual de Remuneraciones de Consejo
- LMV: Ley del Mercado de valores
- LOSS: Ley 10/2014 de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito.
- LSC: Ley 31/2014 de Sociedades de Capital
- OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
- RSC: Responsabilidad Social Corporativa
- SIBE: Sistema de Interconexión Bursátil Electrónico

### 3. RESUMEN / ABSTRACT

Con este trabajo se pretende estudiar el grado de seguimiento de las recomendaciones sobre remuneraciones del nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, tras la revolución normativa de los últimos años. La preocupación social y el interés de legisladores y supervisores con respecto a la retribución que perciben los altos cargos es un debate de actualidad y con gran impacto mediático, fundados en la búsqueda de la estabilidad financiera, la transparencia de los mercados y la protección de inversores y accionistas. Se realizará un análisis teórico y uno empírico a través del estudio de casos, basado en una comparativa de los IAGC de los ejercicios 2015 y 2016, tomando en ambos como muestra las empresas españolas pertenecientes al IBEX 35. La investigación realizada arroja datos ciertos y esclarecedores que apuntan a señalar que la revolución normativa ha fomentado las buenas prácticas societarias, que las sociedades tienden a cumplir con las recomendaciones, y que aún es pronto para poder afirmar que un mejor gobierno corporativo es un valor añadido para los inversores y las propias empresas.

This work aims to study the extent of follow-up of the recommendations regarding remunerations according to the new Code of good governance for listed companies, following the regulation evolution over the past years. The social concern and the interest placed on the part of legislators and supervisors in the remuneration drawn by the high offices is a topical debate of great media impact. This significant issue is founded on the search for financial stability, the transparency of the markets, and the protection of investors and shareholders. A theoretical study and an empirical analysis will be carried out through the case studies, based on a comparison of the IAGC of 2015 and 2016 periods, picking the IBEX 35 companies as samples. It is concluded from the study that the normative revolution has fostered good corporate governance practices, that societies mostly tend to fulfil with the recommendations, and that it is still early to be able to claim that an enhanced corporate governance is an added value for investors and the companies themselves.

**Palabras claves:** gobierno corporativo, consejo de administración, recomendaciones del código de buen gobierno español, remuneraciones de consejeros, perspectiva de género, proxy advisors y modificación del Código británico.

#### 4. INTRODUCCIÓN

El periódico ABC ECONOMIA nos despertaba en octubre de 2017 con esta noticia “*Los consejos de administración del Ibex se «aprietan el cinturón»*” (Pérez 2017)<sup>1</sup>.

Después de que, en junio del mismo año, tras el V Foro del Consejero, organizado por KPMG, IESE y EL PAÍS, anunciara el presidente de la CNMV, Sebastián Albella<sup>2</sup>:

*“la remuneración de los consejeros y altos ejecutivos está de máxima actualidad, es un tema de gran sensibilidad social a nivel internacional y en España, pese a que se han producido avances, hay mucho margen de mejora”*( Salvatierra y Gómez 2017)<sup>3</sup>.

La fuerte crisis financiera en la que se vio sumergida España ha dado lugar en esta última década a toda una revolución normativa en el ámbito del Derecho mercantil, en particular, en materia de gobierno corporativo, desarrollándose normas cada vez más específicas, encaminadas a lograr la estabilidad financiera, la transparencia de los mercados y la protección de inversores y accionistas.

Es imposible no hablar de remuneraciones en los altos cargos de las sociedades cotizadas españolas, cuando nos encontramos en un entorno en el que;

- invertir en el mercado financiero está cada vez más al alcance de todos,
- las sociedades cotizadas están controladas por su consejo de administración,
- en gran medida, el futuro de la inversión depende de la buena gestión del consejo,
- y la gestión del consejo tiene como contrapartida su remuneración.

---

<sup>1</sup> Pérez, F. (2017) “Los consejos de administración del Ibex se «aprietan el cinturón»”. *ABC Economía [en línea]*. Disponible en: [http://www.abc.es/economia/abci-consejos-administracion-ibex-aprietan-cinturon-201710150245\\_noticia.html](http://www.abc.es/economia/abci-consejos-administracion-ibex-aprietan-cinturon-201710150245_noticia.html) [10 noviembre 2017].

<sup>2</sup> Sebastián Albella Amigo (Castellón, 1958) es un jurista español que desempeña la función de presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) desde el 25 de noviembre de 2016.

<sup>3</sup> Salvatierra y Gómez (2017) “El sueldo del consejero, a debate” *El País*. Disponible en: [https://elpais.com/economia/2017/06/16/actualidad/1497610868\\_836838.html](https://elpais.com/economia/2017/06/16/actualidad/1497610868_836838.html) [20 octubre 2017].

Con esto, se evidencia la necesidad de que exista un control adecuado sobre las remuneraciones que permita, tal y como establece el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas<sup>4</sup>, elaborado por la CNMV<sup>5</sup>, atraer y retener a los consejeros sin comprometer su independencia y poder evitar la asunción excesiva de riesgos.

En España, el control sobre las remuneraciones de los consejeros se realiza mediante normas de obligado cumplimiento recogidas en texto legales como sería la Ley de Sociedades de Capital<sup>6</sup>, o bien, mediante las recomendaciones que recoge el Código de buen gobierno, las cuales se rigen por la voluntariedad con sujeción al principio de cumplir o explicar. Esto significa que, las sociedades cotizadas deben informar en sus Informes Anuales de Gobierno Corporativo<sup>7</sup> el grado de seguimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno, y en su caso, explicar los motivos o prácticas por los que no cumple dicha recomendación.

En 2016 se publicaron los Informe Anual de Gobierno Corporativo relativos al ejercicio 2015, siendo estos, los primeros que se elaboraron atendiendo a los criterios del nuevo Código aprobado por el Consejo de la CNMV en febrero del año 2015.

La reciente publicación de los IAGC relativos al ejercicio 2016 nos permite contrastar la evolución del grado de seguimiento y estudiar cómo las sociedades de capital españolas se han visto inmersas en una serie de cambios prácticos provocados por la revolución normativa de los últimos años con el fin de dar estabilidad al mercado tras una etapa de crisis financiera.

Todo cambio normativo surge como respuesta a preocupaciones sociales y en este caso son evidentes los escándalos financieros que han ido empujando a accionistas e inversores a movilizarse para defender sus derechos. Sin embargo, cuando nos situamos ante tal hecho y buscamos el éxito del progreso necesitamos preguntarnos no sólo por qué lo hacemos sino para qué lo hacemos.

Es por ello, que con este Trabajo Final de Máster queremos realizar un análisis en profundidad de un tema jurídico, el gobierno corporativo en materia de remuneración de consejeros, para intentar dar respuesta a la siguiente cuestión:

**¿Qué impacto ha tenido la nueva normativa en las sociedades cotizadas? ¿Se cumplen las recomendaciones del Código de buen**

---

<sup>4</sup> Versión actualizada en 2015 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas aprobada por el Consejo de la CNMV.

<sup>5</sup> CNMV, Comisión Nacional del Mercado de Valores, organismo dependiente de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa del Ministerio de Economía y Competitividad, fundado en 1988, encargado de la supervisión de los mercados de valores en España.

<sup>6</sup> LSC, Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

<sup>7</sup> La Ley de Sociedades de capital establece, en su artículo 540, la obligatoriedad de publicar un informe anual de gobierno corporativo, para todas las sociedades anónimas cotizadas.

**gobierno? Si es así, ¿El cumplimiento genera un valor añadido?  
¿Qué aspectos positivos conlleva para la sociedad, sus accionistas  
y sus inversores?**

Por tanto el objetivo será investigar el grado de seguimiento de las recomendaciones, sobre remuneraciones de los consejeros en las sociedades cotizadas del Ibex 35, y para ello, nos apoyaremos en una metodología que combine el análisis teórico y crítico de la legislación pertinente, con un estudio práctico de recopilación de datos (bases de datos en tablas de Excel) y la elaboración de cuadros y gráficos comparativos, que permitan analizar el impacto de la reciente normativa en las prácticas empresariales españolas y compararlo con la eurozona.

Las sociedades cotizadas en España, son aquellas cuyas acciones se negocian en Bolsa. El IBEX 35 es el principal índice bursátil de referencia de la bolsa española elaborado por Bolsas y Mercados Españoles (BME<sup>8</sup>), y formado por las 35 empresas con más liquidez, que cotizan en el Sistema de Interconexión Bursátil Electrónico (SIBE<sup>9</sup>) en las cuatro bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). Siendo éstas las empresas que tienen mayor peso en la economía españolas, por lo que serán las que utilizaremos como muestra para el estudio y análisis comparativo de este trabajo.

---

<sup>8</sup> Bolsas y Mercados Españoles es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. BME cotiza en Bolsa desde el 14 de julio de 2006 y formó parte del IBEX 35 desde julio de 2007 hasta junio de 2015.

<sup>9</sup> SIBE es la plataforma electrónica implementada el 2 de noviembre de 1995, en sustitución del sistema CATS (Computer Assisted Trading System), para la negociación de valores de renta variable de las cuatro bolsas españolas. Además de las cuatro bolsas de valores, este sistema también se emplea en otros mercados integrados dentro del holding Bolsas y Mercados Españoles como Latibex, AIAF y MAB. Está gestionado por la Sociedad de Bolsas, una filial de BME.

## 5. EVOLUCIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Es complejo encontrar una definición exacta del concepto de gobierno corporativo (GC), ni si quiera en los propios códigos de buen gobierno suele venir recogida como tal.

*"El gobierno corporativo es el sistema mediante el cual se ejerce la dirección y el control de las empresas"*, ésta suele ser la definición más aceptada y generalizada y fue formulada en 1992 por Sir Adrián Cadbury<sup>10</sup> en el Informe sobre los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo en el Reino Unido<sup>11</sup>.

En los últimos años no ha dejado de evolucionar y de tomar cada vez más relevancia en todo el mundo, entendiéndose el término como el conjunto de mecanismos o herramientas esenciales para el manejo de la empresa, en definitiva, el conjunto de principios y normas que regulan el diseño, integración y funcionamiento de los órganos de gobierno de la empresa.

El gobierno corporativo de las sociedades viene adquiriendo una enorme trascendencia en las últimas décadas tanto a nivel económico como jurídico, ampliándose así progresivamente el conjunto de materias de estudio y, sobre todo, incrementando la regulación al respecto. El interés de las autoridades y de la sociedad en sí misma se fundamenta en la confianza de todos en la utilidad de estas prácticas como forma de generar un valor añadido, es decir, considerarlo como un factor esencial para generar eficiencia económica y confianza para los inversores.

Tiene su origen en los países más desarrollados alrededor de todo el mundo, concretamente en Estados Unidos y Reino Unido en los años noventa<sup>12</sup>, extendiéndose como un nuevo campo de investigación que surge como consecuencia de la necesidad

---

<sup>10</sup> Sir George Adrian Hayhurst Cadbury (1929 –2015) was a British Olympic rower and Chairman of Cadbury and Cadbury Schweppes for 24 years. He was a pioneer in raising the awareness and stimulating the debate on corporate governance and produced the Cadbury Report, a code of best practice which served as a basis for reform of corporate governance around the world.

<sup>11</sup> Cadbury, S. A. (1992). The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.

<sup>12</sup> Ver Klaus, J. (2010). *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores*. Primera parte, página 52.

que tenían los accionistas de conocer la situación de su inversión y sus expectativas de futuro. Como bien indicaban González y Mascareñas (1999)<sup>13</sup> la integración de las economías nacionales a través de flujos financieros y de productos dio lugar a la palabra de moda en los años noventa “globalización”; un contexto de evolución de los mercados financieros en el que empieza a tomar protagonismo, en los países europeos, el GC. Un entorno en el que cada vez más, se exigía a los accionistas mayoritarios y sus administradores una mayor apertura de la información, al mismo tiempo que una mayor profesionalización y transparencia, en definitiva, una reforma del gobierno de las sociedades.

### 5.1 PRIMER CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA, CÓDIGO OLIVENCIA

En España, la preocupación de los accionistas por sus inversiones y las exigencias de nuevas prácticas empujaron al Consejo de Ministros en 1987 a crear una Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración.

Esta Comisión, fue presidida por Manuel Olivencia Ruiz, Catedrático de Derecho Mercantil, un vicepresidente designado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, un secretario y siete vocales, expertos en el sector empresarial.

Fue en 1998, cuando la Comisión emitió su dictamen, conocido como Informe Olivencia, en el que, de acuerdo con lo que se le pidió, se distinguían dos partes; un estudio de los Consejos de Administración y la elaboración de un Código ético de buen gobierno de asunción voluntaria para las sociedades, surgiendo así la primera iniciativa española en esta materia, conocida como el Código Olivencia.

En toda Europa se fueron elaborando análisis y estudios sobre las prácticas de buen gobierno, como en Francia el Informe Vienot de 1995, en Finlandia el Código de la Cámara de Comercio de 1995, o en Reino Unido el Financial aspects of corporate governance de 1992, más conocido como Informe Cadbury, siendo este último el que mayor influencia tuvo en la elaboración del informe “El gobierno de las sociedades cotizadas”, elaborado por la Comisión Especial.

En este mismo sentido, en 1999 la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico<sup>14</sup> (OCDE) publicó los Principios de Gobierno Corporativo, que serán los cimientos de las ideas principales del concepto de gobierno corporativo utilizado en todos los países miembros hasta día de hoy.

Entre estos principios destacan los relativos a:

---

<sup>13</sup> González, S. y Mascareñas, J. (1999) “*La globalización de los mercados financieros*”. Capítulo 3. La globalización del mercado financiero en los 90.

<sup>14</sup> La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos es un organismo de cooperación internacional, compuesto por 35 estados, cuyo objetivo es coordinar sus políticas económicas y sociales.

- La protección de los derechos de accionistas.
- El tratamiento equitativo de todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y a los extranjeros.
- Una efectiva reparación de los daños por violación de sus derechos.
- Reconocimiento de los derechos de terceras partes interesadas y cooperación activa entre ellas y las sociedades en la creación de riqueza, generación de empleos y logro de empresas financieras sustentables.
- Asegurar que haya una revelación adecuada y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, su desempeño, la tenencia accionaria y su administración.
- Asegurar la guía estratégica de la compañía, el monitoreo efectivo del equipo de dirección por el consejo de administración y las responsabilidades del Consejo de Administración con sus accionistas.

## **5.2 DEL CÓDIGO OLIVENCIA AL CÓDIGO ALDAMA**

A pesar de que el año 2000 se caracterizó por un fuerte debate entre lo imperativo y lo voluntario o recomendado, el Informe Aldama logró mantener las mismas líneas de su antecesor.

La crisis provocada por el escándalo de Enron<sup>15</sup> en Estados Unidos, supuso un cambio en el contexto del gobierno corporativo a nivel mundial, iniciándose así en España una nueva corriente que exigía la actualización y modificación del Código Olivencia por uno que se adaptase mejor a las demandas de transparencia y seguridad, y que, a su vez, aumentase la regulación de las sociedades cotizadas.

Este texto se caracterizó por un análisis en profundidad del principio de transparencia, con la incorporación de deberes de transparencia informativa y con la implantación del IAGC y las publicaciones en las páginas web corporativas (Hernández 2015)<sup>16</sup>.

Como Fernández-Armesto (2003)<sup>17</sup> detalla en sus líneas sobre el cambio, este nuevo código nace con la finalidad de completar las carencias de su predecesor y por eso su primera conclusión fue proponer que una norma obligue a las empresas a publicar un “Informe anual de gobierno corporativo”, que su contenido esté fijado legalmente

---

<sup>15</sup> Una empresa energética de EEUU que protagonizó uno de los grandes escándalos financieros. La Fiscalía acusaba al ex presidente, Kenneth Lay, y al ex consejero delegado, Jeffrey Skilling, de haber manipulado los estados contables de Enron para enriquecerse.

<sup>16</sup> Hernández, R. (2015). La información societaria I: el informe de gobierno corporativo. Capítulo 25. Página 928-929. Gobierno Corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores. Thomson Reuters. Aranzadi.

<sup>17</sup> Fernández-Armesto, J. (2003) “De Olivencia a Aldama”. Disponible en: <http://farmesto.com/wp-content/uploads/2016/01/2003-DeOlivenciaaAldama.pdf> [10 noviembre 2017].

para que la información sea homogénea y accesible fácilmente para los inversores. Con la obligación, además, de que la información sea complementada y puesta al día continuamente a través de la web corporativa.

Sin embargo, aunque la idea de la autorregulación empresarial enlazada con la obligación de informar al mercado parecía la forma correcta y la más seguida en Europa, este nuevo código fue muy criticado por su falta de recomendaciones claras y por su escasa precisión en temas de gran importancia, como la figura de los consejeros independientes.

Con motivo de las nuevas o modificadas recomendaciones recogidas en el Código Aldama, tendría lugar en julio de 2003 la publicación de la Ley 26/2003<sup>18</sup> y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas<sup>19</sup>.

### 5.3 LA UNIFICACIÓN DEL CÓDIGO, CÓDIGO CONTHE

En 2005 el Gobierno vuelve a tomar partida en materia y se constituye el Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, con la finalidad de asesorar a la CNMV en la elaboración e incorporación de nuevos principios y técnicas. Manuel Conthe, presidente de la Comisión, fue el coordinador del grupo de trabajo.

En mayo de 2006 Manuel Conthe presentó el proyecto de Código Unificado sobre buen gobierno con la intención de actualizar las recomendaciones contenidas en los códigos anteriores, Olivencia y Aldama, y recoger las directrices y tendencias europeas. Se tuvieron en cuenta tanto los Principios de gobierno corporativo de la OCDE como las propuestas de la Comisión Europea y recomendaciones sobre buen gobierno de las entidades de crédito aprobadas por el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea.

Como fruto de esta labor surge, en mayo de 2006, el denominado Código Unificado, dirigido a todas las sociedades cotizadas con independencia de su tamaño y nivel de capitalización. Estas sociedades tuvieron que adaptar sus informes de gobierno corporativo al contenido de este Código para el ejercicio de 2007. Para ello, la CNMV dicta la Circular 4/2007 de 27 de diciembre en la que se modifica el modelo de informe de buen gobierno para que se adapte a los requisitos de este nuevo código (Briano, Argente y Rodríguez 2017)<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> Con la que se modificaba la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

<sup>19</sup> Aprobado mediante RD Ley1564/1989, de 22 de diciembre.

<sup>20</sup> G. Briano Turrent, E. Argente Linares y L. Rodríguez Ariza (2017). "La regulación sobre gobierno corporativo en Latinoamérica y España." Universidad de Granada.

Su contenido debía ser incorporado a las sociedades cotizadas en el ejercicio 2008, contando con 58 recomendaciones y 5 definiciones, entre la que destaca la del consejero independiente y su habilitación como tal, evitar posibles escándalos en los sueldos de los consejeros, o fomentar la retribución variable en función de los objetivos logrados.

El texto pretendía fomentar la transparencia y la información en relación con las actividades del consejo de administración, defendiendo así al pequeño accionista. Sin embargo, no fue acogido como esperaban, desde su fase de consulta fue muy criticado por las sociedades cotizadas debido a su carácter intervencionista (Saiz 2006)<sup>21</sup>, cuestión que los expertos consideraron sin sentido haciendo referencia al carácter voluntario del gobierno corporativo en España. No podemos olvidar que las Reglas de Buen Gobierno Corporativo de Estados Unidos son de obligado cumplimiento, mientras que, en España, como en Reino Unido, se trata de recomendaciones cuyo incumplimiento no implica sanción.

*“Superadas las divergencias más importantes entre los distintos grupos de interés, por fin se ha presentado el famoso código Conthe sobre las prácticas de buen gobierno de las empresas cotizadas. La máxima a partir de ahora será cumplir o explicar”,* así comenzaba su publicación Solís Céspedes (2006)<sup>22</sup>, socio responsable del grupo de gobierno corporativo y gestión de riesgos de Ernst & Young, sobre el nuevo código. La idea más destacada de este nuevo informe era el principio de cumplir o explicar, es decir, la voluntariedad de las recomendaciones para las sociedades dejando al mercado la libertad para decidir sobre sus inversiones.

De esta forma, se da un paso más hacia el futuro, y se convierte el buen gobierno en una parte esencial en la relación “accionistas-inversores” dejando el nexo de unión en manos de los administradores de la sociedad.

#### 5.4 NUEVO CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Tal y como se indica en el preámbulo 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<sup>23</sup>, España ha compartido históricamente el convencimiento de la importancia de que las sociedades y, especialmente las cotizadas y las entidades financieras, cuenten con un buen gobierno corporativo, así lo demuestran todas las iniciativas, mejoras y

---

<sup>21</sup> Saiz, S. (2006). “Código Conthe, el texto de la discordia”. Expansión. Disponible en: <http://www.expansion.com/especiales/20aniversario/20economicos/conthe.html> [25 noviembre 2017].

<sup>22</sup> Solís Céspedes, J.L. (2006) “El Código Conthe: claves del buen gobierno”. Estrategia Financiera. Socio responsable del grupo de gobierno corporativo y gestión de riesgos de EY.

<sup>23</sup> Véase publicación en el BOE: preámbulo de la LSC.

actualizaciones normativas, y siendo último ejemplo de ello la elaboración de este nuevo Código.

El nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas fue aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV el 18 de febrero de 2015, y elaborado con el apoyo y asesoramiento de la Comisión de expertos creada por acuerdo del Consejo de Ministros 2013, como parte del Plan Nacional de Reformas de 2013.

Esta Comisión de expertos en materia de gobierno corporativo se crea con el fin de proponer las iniciativas y las reformas normativas adecuadas para garantizar el buen gobierno de las empresas y, sobretodo, para apoyar y asesorar a la CNMV en la modificación del Código unificado de 2006.

El nuevo Código, que sustituye al Código Conthe unificado de 2006, actualizado en 2013, completa la reforma del marco normativo del gobierno corporativo en España.

Como bien recoge el Nuevo Código (2015) en su introducción, esta modificación responde a los objetivos del propio Acuerdo del Consejo de Ministros de:

*“velar por el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y administración de las empresas españolas para conducir las a las máximas cotas de competitividad; 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.”*

A diferencia de las 53 anteriores<sup>24</sup>, este nuevo Código está formado por 64 recomendaciones, de las cuales:

- Se han introducido 23 nuevas.
- Se han eliminado 12<sup>25</sup>.
- Se han modificado 21 de las anteriores.

Como base de todas sus recomendaciones se establecen 25 principios, agrupados en el apartado II del CDBC, y, su contenido está organizado en tres grandes bloques:

- Aspectos generales, con 5 recomendaciones.
- Junta general de accionistas con 6 recomendaciones.
- Consejo de administración con 53 recomendaciones.

---

<sup>24</sup> Versión del CBG de junio de 2013.

<sup>25</sup> Al incorporarse su contenido a la Ley 31/2014 de Sociedades de Capital.

Entre las principales novedades, destaca la incorporación de nuevas medidas de transparencia en las juntas de accionistas y de composición, funcionamiento y evaluación de los consejos de administración, así como de la retribución de sus miembros, la diversidad de género, el número de independientes y la responsabilidad social corporativa.

Con esta nueva modificación nos encontramos ante la primera inclusión de aspectos de responsabilidad social corporativa, un aspecto de gran actualidad en el mundo empresarial. Concretamente se recomienda que las sociedades informen sobre la RSC en el informe de gestión o en un documento separado, y que la política de RSC identifique los objetivos que persigue, la estrategia corporativa relacionada con la sostenibilidad, los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero y la ética, los canales de comunicación con los grupos de interés, y las prácticas de comunicación responsable que eviten la manipulación informativa<sup>26</sup>.

Respecto a la diversidad de género, se recomienda que la política de selección de consejeros promueva el objetivo de que en el año 2020 el número de consejeras represente, al menos, el 30% del total de miembros del consejo<sup>27</sup>.

En relación con el número de consejeros independientes se recomienda que represente, al menos, la mitad del total de consejeros o un tercio en sociedades de menos capitalización<sup>28</sup>.

Por último, y de gran relevancia para nuestro estudio, el Código también incluye recomendaciones sobre las retribuciones de los consejeros, como;

- Que los componentes variables estén vinculados a criterios de rendimiento predeterminados y medibles, que promuevan la sostenibilidad de la empresa, se establezcan sobre la base del cumplimiento de objetivos y que el pago de una parte relevante de los mismos se difiera por un periodo de tiempo mínimo<sup>29</sup>.
- Que los acuerdos contractuales incluyan una cláusula que permita a la sociedad reclamar el reembolso de los componentes variables<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> Ver recomendaciones 54 y 55 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

<sup>27</sup> Ver recomendación 14 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

<sup>28</sup> Ver recomendación 17 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

<sup>29</sup> Ver recomendaciones 58 y 59 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

<sup>30</sup> Ver recomendación 63 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

- Que los pagos por resolución de contrato no superen un importe equivalente a dos años de la retribución total anual y se abonen cuando se cumplan los objetivos<sup>31</sup>.

Al igual que sus predecesores, críticas de todo tipo han acompañado su publicación, desde ser generalista o poco novedoso hasta opiniones más optimistas como la de G. Navarro (2015) en su artículo en *Expansión*, donde afirmaba que no era necesario que el Código fuese novedoso, sino que debía cumplir con las buenas prácticas que deben seguir las sociedades en materia de gobierno corporativo. De igual forma, consideraba que recogía toda la normativa y las principales recomendaciones al respecto, siendo un texto, en líneas generales, muy razonable.

## 6. MARCO REGULATORIO Y ÁMBITO DE APLICACIÓN

Aunque nuestro país no ha sido ajeno al debate social sobre la conveniencia de emplear recomendaciones de carácter no vinculante, el legislador ha considerado conveniente que ésta es la mejor forma de promover el buen gobierno, un sistema basado en el principio de “cumplir o explicar”, permitiendo así que las sociedades mantengan su libertad de gestión al mismo tiempo que los inversores mantengan su capacidad de decisión desde el conocimiento de la información.

### 6.1 VOLUNTARIEDAD DE LAS RECOMENDACIONES, CON SUJECCIÓN AL PRINCIPIO DE “CUMPLIR O EXPLICAR”

El marco regulatorio, en relación con las remuneraciones de los consejeros, y en general con el gobierno corporativo en España, queda dividido en dos niveles claramente diferenciados.

En primer lugar, las normas de obligado cumplimiento contenidas en la Ley de Sociedades de Capital y en el resto de disposiciones legales aplicables en la materia, y en segundo lugar, las recomendaciones de carácter voluntario recogidas en el Código de buen gobierno. Este sistema es comúnmente conocido como “hard law y soft law”.

El término “soft law” hace referencia a un método normativo, frecuentemente utilizado en el ámbito internacional, por el cual ciertos instrumentos que no han sido elaborados por el poder legislativo, es decir, que en principio no tienen rango normativo, pasan a adquirir relevancia jurídica de forma que deben respetarse.

Sin embargo, como explica el preámbulo de la Ley 31/2014 de reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de gobierno corporativo, haciéndose eco de las

---

<sup>31</sup> Ver recomendación 64 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

conclusiones de la Unión Europea y del G20<sup>32</sup> sobre las causas de la crisis financiera, uno de sus motivos determinantes lo constituyó, sin duda alguna, la incapacidad de la regulación vigente para determinar la cadena de responsabilidad dentro de las organizaciones.

*“Cada eslabón buscaba maximizar su beneficio en perjuicio de los intereses del resto, con efectos deletéreos para el conjunto de la colectividad. La conclusión de todo ello es que los códigos de conducta en materia de gobierno corporativo (lo que tradicionalmente se denomina soft law, basados en el principio “cumple o explica”) no habían logrado los objetivos pretendidos” (Tena Arregui 2015)<sup>33</sup>.*

Con la finalidad de dar solución o limitar la falta de control del “soft law” La Ley 31/2014 distinguió entre tres nuevas modalidades de soft law bajo el aparente revestimiento del hard law, caracterizadas por contener abundantes conceptos indeterminados, por privar de control preventivo o por la ausencia de control total. El colectivo notarial ha mantenido una opinión general sobre la opción de convertir el “soft law” en “hard law” pero siempre respetando un equilibrio entre la flexibilidad y el control, teniendo consciencia de la dificultad de elaborar normas imperativas, sobre principios de conductas responsables.

Para hablar de voluntariedad de las recomendaciones, o de su carácter de “soft law”, hay que trasladarse hasta los inicios del gobierno corporativo en España. Concretamente desde el código Aldama ya se viene haciendo referencia a este sistema, el cual se lleva a la práctica mediante el principio de “cumplir o explicar”. Este principio, como indica el propio informe, se introduce de la práctica y principios anglosajones, y se refiere a que las sociedades son libres para estructurar la organización y el funcionamiento de sus consejos de administración, en función de las circunstancias concretas de cada una de ellas. *No obstante, cuando se aparten de los estándares de buen gobierno, debe ofrecer una explicación motivada, para que los mercados puedan valorar adecuadamente su actuación (Fernández-Armesto 2016)<sup>34</sup>.* Estas explicaciones deben ser detalladas por las sociedades cotizadas en el IAGC, indicando el grado de seguimiento de acuerdo con el principio de “cumplir o explicar”.

En este sentido, la CNMV publicó en julio de 2016, una Guía Técnica que tiene para contribuir a mejorar la calidad y claridad de las explicaciones y subsanar las deficiencias de forma. Con la misma finalidad, la Comisión Europea elaboró su

---

<sup>32</sup> El Grupo de los 20 es un foro de 19 países, más la Unión Europea, donde se reúnen regularmente, desde 1999, jefes de Estado, gobernadores de bancos centrales y ministros de finanzas.

<sup>33</sup> Tena Arregui, R. (2015). “Soft law y control de legalidad: el caso del gobierno corporativo”. Revista Notario del siglo XXI. Disponible en: <http://www.elnotario.es/opinion/opinion/4154-soft-law-y-control-de-legalidad-el-caso-del-gobierno-corporativo> [25 noviembre 2017].

<sup>34</sup> Fernández-Armesto, J. (2016). “De Olivencia a Aldama”. Disponible en: <http://jfarmesto.com/wp-content/uploads/2016/01/2003-DeOlivenciaaAldama.pdf> [25 noviembre 2017].

Recomendación de 9 de abril de 2014, sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial “cumplir o explicar”.

La Guía intenta mejorar la información y transparencia, pretende generar un cambio en la forma de ver el gobierno corporativo por parte de las sociedades y sus consejos. Este cambio consiste en un mayor análisis del incumplimiento, con explicaciones más detalladas.

## **6.2 ÁMBITO DE APLICACIÓN DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS**

El ámbito de aplicación del Código se circunscribe a las sociedades cotizadas, es decir, aquéllas cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores, con independencia de su tamaño y su nivel de capitalización.

Es un hecho que el panorama de las sociedades cotizadas en España se ha transformado radicalmente en los últimos años. Si comparamos un boletín de cotización del año 1988 con uno actual veremos cuánto ha cambiado la composición de nuestra Bolsa de Valores, reflejando modernización, crecimiento e internacionalización de las empresas españolas. Es más, la mayoría de las empresas del Ibex han sido admitidas a cotización con posterioridad al 88, y el resto han ido viviendo un gran proceso de transformación (De Carlos 2015)<sup>35</sup>.

La Bolsa española se encuentra entre las primeras de Europa y está considerada como una de las más rentables del mundo para los accionistas. Y suscribo las palabras del blog En Naranja de ING cuando afirma que,

*“que exista una representación bastante fiel de la evolución de las grandes empresas de nuestro país en conjunto nos da una medida bastante aproximada de cuál ha sido también la evolución de la situación financiera privada de un país durante un período de tiempo determinado, y por tanto es una representación bastante fiel y cuantitativa de la marcha de toda la economía de un país”* (Blog En Naranja 2012)<sup>36</sup>.

Es por todo ello que las recomendaciones del Código están dirigidas a este conjunto de sociedades, por su sola condición de ser cotizada, sin importar su tamaño o nivel de capitalización. Excepto como el mismo Código indica salvo aquellas recomendaciones en las que expresamente se indica que son de aplicación sólo a las sociedades cotizadas de mayor capitalización.

---

<sup>35</sup> De Carlos, L. (2015). “La sociedad cotizada”. Artículo de Uría Menéndez.

<sup>36</sup> Blog En Naranja de ING Direct (2012). “La importancia del IBEX para la economía española”. Disponible en: <https://www.enaranja.com/economia-facil/la-importancia-del-ibex-para-la-economia-espanola/> [20 noviembre 2017].

No obstante, es cierto que en determinadas circunstancias algunas de sus recomendaciones puedan acaso resultar inapropiadas o excesivamente onerosas para las empresas de menor tamaño. Para estos casos, toma mayor protagonismo el principio de “cumplir o explicar”, pues bastará con que las sociedades afectadas expliquen debidamente las razones y las opciones elegidas, respetando así su autonomía y libertad de gestión.

### 6.3 DOCTRINA Y JURISPRUDENCIA

El gobierno corporativo no deja de ser un término jurídico, un conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa.

Como parte del Derecho mercantil o Derecho de la empresa, legisladores y supervisores han ido dándole forma, dedicándole una especial atención a raíz de los escándalos sucedidos en esta última década.

Concretamente, y suscribiendo parte de las palabras de Cohen (2017)<sup>37</sup> las remuneraciones de los administradores sociales o consejeros es una cuestión que ha preocupado al legislador por ser un punto conflictivo entre los intereses de los mismos consejeros y los de los accionistas. Tanto el legislador nacional como comunitario ha querido fomentar la transparencia y las buenas prácticas corporativas con el fin de dar seguridad jurídica en la vida societaria.

Al margen de la regulación en la LSC, y toda la normativa anteriormente mencionada en relación a esta materia, la doctrina y la jurisprudencia mercantilista<sup>38</sup>, aunque en menor medida, también han ido aportando luz a este asunto. Sin embargo, las aportaciones se centran en sociedades capitalistas, pero no en cotizadas.

Las aportaciones jurisprudenciales han versado sobre distintos aspectos de la retribución:

- A) Sobre el principio: “El cargo de administrador es gratuito, a menos que los estatutos sociales establezcan lo contrario determinando el sistema de remuneración”

---

<sup>37</sup> Cohen, A. (2017). “¿Nuevos cambios normativos en materia de remuneración de administradores sociales?”. Publicado por ELDERECHO.COM LEFEBVRE. Disponible en: [http://www.elderecho.com/tribuna/mercantil/Normativa-remuneracion-administradores-sociales\\_11\\_1144555001.html](http://www.elderecho.com/tribuna/mercantil/Normativa-remuneracion-administradores-sociales_11_1144555001.html) [8 enero 2017].

<sup>38</sup> Las Sentencias han sido extraídas de la base de datos de ELDERECHO.COM.

Sobre este principio se ha manifestado la Sala del Tribunal Supremo en varias ocasiones como la Sentencia número 412/2013, de 18 de junio, en la que se recoge la doctrina de Sentencias anteriores como la Sentencia número 441/2007, de 24 de abril, la Sentencia número 448/2008, de 29 de mayo, y la Sentencia número 893/2012, de 19 de diciembre de 2011.

En todas ellas, se expresa la necesidad y obligatoriedad de que la retribución por el cargo de administrador debe constar en los estatutos sociales con el objetivo de que los accionistas estén informados, y así evitar el posible conflicto de intereses entre ambos. Siendo los socios quienes mediante junta general establezcan el sistema retributivo. En su defecto, el cargo se consideraría gratuito con el fin de proteger a los accionistas ante la falta de información de la situación económica real de la sociedad.

Cuando hablamos de conflicto de intereses hacemos referencia a la contraposición de los objetivos que persiguen, por un lado, los propios consejeros, y por otro lado los accionistas. Los primeros, buscan obtener un beneficio económico por el desempeño de su cargo que responda a la máxima retribución, y los segundos buscan el máximo beneficio social, que entre otras cosas sería el mínimo gasto posible en la retribución de sus administradores.

Como bien queda reflejado en la Sentencia número 441/2007 la finalidad del legislador es proteger a los accionistas de que los administradores, por su propia cuenta, puedan modificar su retribución en perjuicio de la sociedad, desde la perspectiva de una defensa al más débil, comparto y veo lógico que si la remuneración quedase en manos de sus propios beneficiarios se convertiría en un arma de doble filo. Pues podría dar lugar a conflicto o enfrentamiento entre las partes por crear a los accionistas una imagen falsa de la situación financiera de su entidad y para los consejeros supondría una tentación a actuar en contra de su independencia y criterio profesional.

- B) Los accionistas actuales deben estar informado incluso cuando no fueron quienes aprobaron los sistemas retributivos.

La Sentencia de 17 de diciembre de 2015 expresa que “los socios, lo fueran o no al tiempo en que esta decisión fue adoptada, estén correcta y suficientemente informados sobre la entidad real de las retribuciones y compensaciones de todo tipo que percibe el administrador social”.

La norma y la doctrina parece ser clara en su idea fundamental de proteger a los accionistas sobre los administradores, siguiendo la línea de transparencia e información accesible que promueve el buen gobierno.

- C) Los estatutos solo deben fijar el sistema retributivo, pero no la cuantía exacta.

La Sentencia 411/2013, de 25 de junio, de la Sala Primera del Tribunal Supremo señalaba que de la interpretación normativa se debía concluir con la obligatoriedad de

establecer en los estatutos el sistema retributivo, pero que ello no implique recoger el importe exacto de la retribución.

Entre la duda de normas de carácter obligatorio o recomendaciones basadas en la voluntariedad, nos situamos ante la incertidumbre de si la normativa debe contener directrices detalladas y rígidas o si solo deben marcar un marco de actuación, dejando margen a los supervisores para el desarrollo y metodología de actuación.

El problema que surge a raíz de estas aclaraciones es que realmente no se tiene claro que es retribución. No está establecido que conceptos estarían dentro de la retribución de un consejero, la LSC<sup>39</sup> deja margen de libertad a la hora de establecer que aspectos se considerarán conceptos retributivos, como por ejemplo las indemnizaciones por cese, las dietas, sistemas de ahorro, ...

En todo caso, desde mi punto de vista y acercándome al legislador, considero que una normativa rígida no se adapta a los distintos supuestos de la vida societaria y la complejidad de la misma, y su concreción en recomendaciones de buen gobierno resulta más útil y cercana. Sin embargo, la amplitud de la norma en términos de conceptos retributivos provoca que en función de los criterios tomados las remuneraciones varíen y sea complejo hacer balances o comparaciones que permitan una transparencia absoluta, convirtiéndose en ocasiones incluso complejo de interpretar para los accionistas o nuevos inversores a los que tratamos de proteger.

Todas estas interpretaciones se aplican en sociedades capitalistas, pero quedan excluidas las sociedades cotizadas que son objeto de nuestro estudio. Esto se debe a que la modificación de la LSC es muy reciente y no ha surgido jurisprudencia al respecto, no obstante, la CNMV si ha estado realizando consultas con todas aquellas sociedades que han necesitado una interpretación más exacta de la norma. Con estas consultas pretende concretar las especialidades que rodean a las sociedades cotizadas, definidas en el artículo 495 LSC.

Como principales características de estas entidades en relación a la remuneración del consejero distintas a las sociedades no cotizadas, hay que destacar que:

- El cargo de consejero de sociedad cotizada será necesariamente retribuido.
- La remuneración debe estar recogida en la política de remuneraciones, aprobada por la junta general de accionistas al menos cada tres años<sup>40</sup>.
- La remuneración distinguirá entre retribución de consejeros por su condición de tal y retribución por el desempeño de funciones ejecutivas.

---

<sup>39</sup> Ver artículos 217 de la Ley de Sociedades de Capital.

<sup>40</sup> Ver artículo 529.1 novodecies de la Ley de Sociedades de Capital.

La política retributiva determinará la remuneración por su condición de tal, dentro del sistema de remuneración que se prevea en los estatutos, indicando su importe máximo. Y la remuneración por sus funciones ejecutivas debe estar prevista en los contratos, ajustándose a la política retributiva, que contendrá el importe de la retribución fija anual junto con los parámetros que se tendrán en cuenta para el cálculo de los componentes variables<sup>41</sup>.

En definitiva, y como visión general de toda la doctrina referenciada, diría que es fundamental encontrar una situación de desarrollo de tareas en la que los criterios estén bien determinados para poder proteger los intereses de todas las partes. Un entorno en el que gracias a la correcta interpretación de la norma, accionistas y consejeros puedan maximizar sus beneficios profesionales y personales.

Para ello, la normativa y la doctrina debe ser clara sin ser totalmente estricta, dejando libertad para que cada entidad pueda, dentro de unas pautas marcadas, elaborar un sistema óptimo. La complejidad de una sociedad cotizada y su importancia para la economía nacional requiere, sin duda, esta combinación entre normativa y recomendaciones que les permita adaptarse a cada situación, pero siempre bajo unos principios exigentes de buenas prácticas empresariales.

En este sentido, la elaboración de un sistema o política de remuneración completo es esencial, un articulado que sirva como marco general legalmente establecido y que respete lo previsto estatutariamente, recogiendo cada punto que marca la Ley de la forma más detallada posible. Es importante incluso necesario, y a nivel internacional cada vez se demanda más, que cuando más desglosado mejor, que contengan exactamente las cuantías, en su defecto márgenes máximos, y los parámetros de cada retribución. Hablamos de unos parámetros más exactos y definidos, que, aun respetando la libertad de forma, establezcan límites cuantitativos y con una metodología de cálculo detallada. Permitiendo así que los accionistas tengan la información necesaria de forma asequible y que además de ellos dependa su aprobación y revisión en caso de modificaciones.

## **7. CONTENIDO DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS**

Las recomendaciones que contiene el Código se agrupan en tres grandes bloques: aspectos generales, junta general de accionistas y consejo de administración.

Las normas de Buen Gobierno tienen una especial incidencia sobre los órganos sociales de la sociedad cotizada, con particular atención en la posición de sus administradores,

---

<sup>41</sup> Ver artículo 529 sexdecies, septecies y octodecies de la Ley de Sociedades de Capital.

que se ven sometidos a cumplir con determinados deberes en su actuación. Desde su origen el gobierno corporativo se ha centrado en el estudio del consejo de administración y en los problemas de agencia y de información asimétrica de las sociedades mercantiles. Con el paso del tiempo y su evolución progresiva se han ido analizando otras cuestiones, de interés actual, como las relativas a retribuciones y profesionalización de los administradores y directivos.

### 7.1 REGULACIÓN Y MARCO NORMATIVO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

La trascendencia e importancia económica de las grandes sociedades abiertas capitalistas y cotizadas, provocó tanto España, como en la mayoría de los países desarrollados, un movimiento de análisis, estudio y replanteamiento sobre las funciones y el cometido de los órganos de administración de este tipo de sociedades.

Ha sido la práctica y la experiencia adquirida las que han demostrado la necesidad y la importancia de que un consejo de administración esté bien gestionado, convirtiéndose así, el gobierno corporativo en un reto para los consejos de administración (Ruiz 2017)<sup>42</sup>.

El consejo de administración es una de las formas que puede adoptar el órgano de administración y de representación de una sociedad mercantil. Concretamente en el derecho español, es la única forma posible cuando la administración de la sociedad se confíe conjuntamente a dos o más personas, adoptando así naturaleza de órgano colegiado y sistemas de votación por mayoría para facilitar el proceso de toma de decisiones.

Desde la primera iniciativa en España de gobierno corporativo se configura al consejo de administración como un instrumento de supervisión y control de la gestión de las sociedades. Con la finalidad de equiparar los intereses de la dirección de la empresa con los de los accionistas que aportan el capital necesario para su funcionamiento y evitar así los problemas de agencia<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> Ruiz, I. (2017). CincoDías “Los ocho retos a los que se enfrentan los consejos de administración”. Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/21/legal/1498043330\\_406760.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/21/legal/1498043330_406760.html) [10 enero 2017].

<sup>43</sup> Jordá, R. (2015). Mejora del gobierno corporativo de sociedades no cotizadas. (Capítulo primero, página 27). Señala que “*el riesgo de agencia deriva de que las sociedades cotizadas con mucho accionariado y en buena parte disperso, los socios pueden considerar costoso y complicado asumir individualmente el control de la gestión de los administradores lo que hace que sobre estos no se ejerza una vigilancia suficiente, por ello se dice que entre unos y otros existe una relación de agencia que los administradores deben ejecutar en beneficio del principal, los accionistas, pero que si estos no efectúan labores de control y vigilancia puede provocar que aquellos se preocupen más de sus intereses que de los de la sociedad*”.

Las sociedades cotizadas deberán ser administradas por un consejo de administración, en virtud del artículo 529 bis de la LSC. Es en esta misma Ley donde se desarrolla la regulación básica sobre la composición, funciones, responsabilidad, comisiones y remuneraciones del consejo.

Los miembros del consejo de administración en las sociedades cotizadas serán nombrados por la junta general de accionistas o, en caso de vacante anticipada, por el propio consejo por cooptación<sup>44</sup>, designando como administrador a un accionista de la sociedad. La duración del cargo será la que determinen los estatutos sociales, sin que en ningún caso exceda de cuatro años, y pudiendo ser reelegidos por periodos iguales.

Según las funciones que desempeñen, la Ley distingue entre consejeros ejecutivos y no ejecutivos, los primeros son aquellos que desempeñen funciones de dirección en la sociedad o su grupo, cualquiera que sea el vínculo jurídico que mantengan con ella. Y son consejeros no ejecutivos todos los restantes consejeros de la sociedad, pudiendo ser dominicales, independientes u otros externos. Se considerarán consejeros dominicales aquellos que posean una participación significativa o que hubieran sido designados por su condición de accionistas sin alcanzar dicha cuantía, así como quienes representen a accionistas de los anteriormente señalados. Por último, los consejeros independientes serán aquellos que sean designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, y que puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos<sup>45</sup>.

Las funciones como tal, no vienen recogidas en la Ley, solo se incluyen aquellas facultades de los consejeros que son indelegables<sup>46</sup>, como son:

*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.*

*b) La determinación de la política de control y gestión de riesgos, incluidos los fiscales, y la supervisión de los sistemas internos de información y control.*

*c) La determinación de la política de gobierno corporativo de la sociedad y del grupo del que sea entidad dominante; su organización y funcionamiento y, en particular, la aprobación y modificación de su propio reglamento.*

*d) La aprobación de la información financiera que, por su condición de cotizada, deba hacer pública la sociedad periódicamente.*

---

<sup>44</sup> La cooptación en las sociedades cotizadas se regirá por lo establecido en la Ley 31/2014 en su artículo 529 decies.

<sup>45</sup> Ver artículo 529.4 duodécies de la Ley de Sociedades de Capital.

<sup>46</sup> Ver artículo 529 ter de la Ley de Sociedades de Capital.

e) La definición de la estructura del grupo de sociedades del que la sociedad sea entidad dominante.

f) La aprobación de las inversiones u operaciones de todo tipo que por su elevada cuantía o especiales características, tengan carácter estratégico o especial riesgo fiscal, salvo que su aprobación corresponda a la junta general.

g) La aprobación de la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales, así como cualesquiera otras transacciones u operaciones de naturaleza análoga que, por su complejidad, pudieran menoscabar la transparencia de la sociedad y su grupo.

h) La aprobación, previo informe de la comisión de auditoría, de las operaciones que la sociedad o sociedades de su grupo realicen con consejeros, en los términos de los artículos 229 y 230, o con accionistas titulares, de forma individual o concertadamente con otros, de una participación significativa, incluyendo accionistas representados en el consejo de administración de la sociedad o de otras sociedades que formen parte del mismo grupo o con personas a ellos vinculadas (...<sup>47</sup>).

i) La determinación de la estrategia fiscal de la sociedad.

Con esta relación de facultades indelegables el legislador nos muestra una clara restricción de funciones a los ejecutivos de la sociedad, permitiendo que el consejo de administración sea el órgano encargado del máximo control de la entidad.

Por su parte, el Código desglosa su bloque III.3 sobre el consejo de administración en distintos apartados, detallando la regulación y ampliando la normativa anteriormente referenciada en los aspectos de; responsabilidad, composición, y estructura, funcionamiento, organización, responsabilidad social corporativa, y remuneraciones.

## **7.2 REGULACIÓN Y MARCO NORMATIVO SOBRE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS**

---

<sup>47</sup> Los consejeros afectados o que representen o estén vinculados a los accionistas afectados deberán abstenerse de participar en la deliberación y votación del acuerdo en cuestión. Solo se exceptuarán de esta aprobación las operaciones que reúnan simultáneamente las tres características siguientes:

- 1.º que se realicen en virtud de contratos cuyas condiciones estén estandarizadas y se apliquen en masa a un elevado número de clientes,
- 2.º que se realicen a precios o tarifas establecidos con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio de que se trate, y
- 3.º que su cuantía no supere el uno por ciento de los ingresos anuales de la sociedad.

Como hemos ido observando durante el desarrollo histórico de este informe, en España no existe una norma donde queden recogidas todas las cuestiones en materia de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

Los aspectos más básicos quedan recogidos en la Ley de Sociedades de capital y la Ley del Mercado de valores, y posteriormente, se detallaron otros aspectos más concretos y recientes en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, sobretodo en relación con la publicación de información anual.

Concretamente esta Ley introdujo importantes modificaciones al Informe Anual de Gobierno Corporativo, como el carácter de obligatorio al Informa Anual de Remuneraciones, que hasta entonces sólo era recomendado por el Código Unificado, y atribuyó carácter normativo a las definiciones de los distintos tipos de consejeros.

Posteriormente, mediante Orden ministerial y Circulares de la CNMV, se han ido desarrollando los contenidos de estos informes. Es la Orden ECC/461/20131 la que desarrolla por primera vez en España, un modelo unificado para publicar la información relativa a las remuneraciones de los miembros del consejo de administración de las sociedades cotizadas, aunque la obligación ya existiese desde la Ley de Economía Sostenible.

En octubre de 2013 la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo creada por el Consejo de Ministros, como parte del Plan Nacional de Reformas de 2013, presentó su Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas en materia de gobierno corporativo, dando lugar a la publicación de la Ley 31/2014 por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

La regulación de las remuneraciones es una novedad especialmente relevante en esta Ley, en la que se obliga a que los estatutos sociales establezcan el sistema de remuneración de los administradores por sus funciones de gestión y decisión, salvo disposición contraria de los estatutos, el cargo de consejero de sociedad cotizada será necesariamente retribuido<sup>48</sup>, con especial referencia al régimen retributivo de los consejeros que desempeñen funciones ejecutivas en todas las sociedades de capital.

Por su parte, en las sociedades cotizadas se obliga a someter la aprobación de la política de remuneraciones a la junta general, correspondiendo al consejo bajo el marco de dicha política de remuneraciones, fijar la remuneración de cada uno de los consejeros. De esta forma se garantiza que sea la junta general de accionistas la que retenga el control sobre las retribuciones, incluyendo los distintos componentes retributivos contemplados, los parámetros para la fijación de la remuneración y los términos y condiciones principales de los contratos. Es decir, el legislador sigue

---

<sup>48</sup> Ver artículo 229 sexdecies.

manteniendo la idea de la supremacía de la junta<sup>49</sup>, de forma que la retribución de los consejeros por su condición de tal y por sus funciones ejecutivas sigue siendo parte de las competencias de la misma. Hasta el último escalón, que sería el contrato de los consejeros que igualmente deberá someterse a la política.

Las normas más destacables incorporadas a la legislación mercantil<sup>50</sup> son las relativas a:

- La necesaria adecuación de los sistemas de remuneración a la importancia de la sociedad, su situación económica y los estándares de mercado.
- El establecimiento de procedimientos para su determinación y aprobación que prevengan los conflictos de intereses en la adopción de decisiones.
- La garantía de transparencia en el sistema de remuneraciones.

Como conclusión, insistiré en la importancia de la política retributiva como pieza fundamental. Como se dijo con anterioridad, la Ley distingue entre una retribución de los consejeros por su condición de tales y otra por el desempeño de funciones ejecutivas. Y la política de remuneraciones de los consejeros determinará la remuneración de los consejeros en su condición de tales, por sus funciones, responsabilidades y pertenencia a comisiones, dentro del sistema de remuneración previsto estatutariamente y deberá incluir necesariamente el importe máximo de la remuneración anual a satisfacer al conjunto de los consejeros en aquella condición<sup>51</sup>.

Respecto a la retribución por el desempeño de funciones ejecutivas quedará detallada en los contratos de los consejeros, que igualmente deberán ser conformes y estar recogidos en la política, que deberá contener la cuantía de retribución fija anual y los parámetros para la determinación del componente variable, junto con las condiciones principales de los contratos (duración, indemnizaciones, pactos de exclusividad, permanencia, etc.)

Como medida para garantizar la adecuación y coherencia de la política, la Ley prevé que en caso de no aprobación del IARC por la junta general ordinaria se deberá someter de nuevo a aprobación la política retributiva, incluso aunque estuviese vigente dentro de los tres años correspondientes<sup>52</sup>.

---

<sup>49</sup>Alonso, A. (2015). Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada. Tomo II. Página 44-51.

<sup>50</sup> Ver artículos 217, 218, 219, 220 y 529 de la Ley de Sociedades de Capital.

<sup>51</sup> Ver artículo 229 septdecies Ley de Sociedades de Capital.

<sup>52</sup> Ver artículo 529.4 novodecies de la Ley de Sociedades de Capital.

Esta política retributiva deberá estar publicada en la página web corporativa de las entidades desde la convocatoria de junta hasta el fin de su vigencia<sup>53</sup>, actuando, así como una garantía para accionistas e inversores.

### **7.3 RECOMENDACIONES SOBRE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS, RECOGIDAS EN EL PUNTO III.3.6 DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS**

Desde la perspectiva de la regulación a través de recomendaciones, desde el Código Olivencia ya se regulaba aspectos sobre las remuneraciones de los altos cargos en las sociedades, incluyendo la necesidad de un comité de nombramientos y remuneraciones encargado de su control.

Sin embargo, es en estos últimos años, tras la crisis financiera cuando se puso de manifiesto la necesidad de regular con mayor precisión e intensidad los aspectos relacionados con las remuneraciones de los miembros del consejo de administración. Es por ello, que se ha trabajado en recomendaciones y directrices en gobierno corporativo que sirvan de apoyo y complementen la regulación legal en esta materia, concretamente haciendo referencia a la búsqueda de transparencia e información, procesos de aprobación y adecuación de cuantías al mercado.

El nuevo Código de buen gobierno reúne en su bloque III.3.6 todas las recomendaciones relativas a las remuneraciones de los consejeros, fundamentándolas en su principio 25<sup>54</sup>. Se trata de recomendaciones, que, dentro del marco legal anteriormente analizado, favorezcan el alcance de los objetivos empresariales. En primer lugar y con carácter general la remuneración de los consejeros debe ser la necesaria para atraer y retener el talento, para retribuir su dedicación, su cualificación y, sobretodo, su responsabilidad. Siempre y cuando, no sea tan elevada como para comprometer la independencia de los mismos ni para incentivar la asunción de riesgos que pongan en peligro el interés social.

Las recomendaciones distinguen entre los distintos componentes que forman la retribución total y entre los distintos tipos de consejeros, independientes, dominicales y ejecutivos. Como componentes retributivos encontramos; fijos, variables, entregas de acciones, dietas, indemnizaciones, y otros. Es importante señalar, que la Ley no especifica que corresponde al componente variable, por lo que las interpretaciones son diversas, si bien, la corriente más seguida<sup>55</sup> es aquella que considera retribución

---

<sup>53</sup> Ver artículo 529.2 novodecies de la Ley de Sociedades de Capital.

<sup>54</sup> Principio 25: "La remuneración del consejo de administración será la adecuada para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos, con la intención de promover la consecución del interés social, incorporando los mecanismos precisos para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables"

<sup>55</sup> Un ejemplo de retribución variable sería el Bonus anual.

variable a la percepción de una prestación económica vinculada a la consecución de objetivos empresariales, distinguiendo entre a corto y a largo plazo.

Las directrices generales que establece el código pueden resumirse en las siguientes;

- Que se circunscriba a los consejeros ejecutivos las remuneraciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad y al desempeño personal.
- Que la entrega de acciones a consejeros no ejecutivos esté condicionada a su mantenimiento hasta el cese del cargo.
- Que las políticas retributivas incorporen las cautelas técnicas necesarias para que la remuneración variable mantenga relación con el desempeño profesional y no con factores externos como la evolución del mercado.
- Que se incorpore un diferimiento en el pago de los componentes variables bajo cláusula de reembolso.
- Que un porcentaje de la retribución variable esté vinculado a la entrega de acciones o instrumentos financieros.
- Que se tomen en consideración los informes de la auditoría externa.
- Que las indemnizaciones por resolución contractual no superen el equivalente a dos años de la retribución anual y se abonen dependiendo del rendimiento efectivo.

Siendo el cumplimiento de todas ellas revisado por la CNMV, en virtud de sus competencias supervisoras atribuidas por la LSC<sup>56</sup>, mediante la supervisión de los IARC de las sociedades cotizadas, en los que deben indicar si cumplen o, en su defecto, dar una explicación detallada.

#### **7.4 LA COMISIÓN DE NOMBRAMIENTOS Y RETRIBUCIONES**

La Comisión de nombramientos y retribuciones viene regulada en el artículo 529 quince de la LSC<sup>57</sup>, en el que se determina que estará compuesta exclusivamente por consejeros no ejecutivos y dos de los cuales deberán ser consejeros independientes.

---

<sup>56</sup> Ver disposición adicional séptima. Competencias supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ley de Sociedades de Capital.

<sup>57</sup> Artículo 529 quince Comisión de nombramientos y retribuciones

1. La comisión de nombramientos y retribuciones estará compuesta exclusivamente por consejeros no ejecutivos nombrados por el consejo de administración, dos de los cuales, al menos, deberán ser consejeros independientes. El presidente de la comisión será designado de entre los consejeros independientes que formen parte de ella.

2. Los estatutos de la sociedad o el reglamento del consejo de administración, de conformidad con lo que en aquellos se disponga, establecerán el número de miembros y regularán el funcionamiento de la comisión, debiendo favorecer la independencia en el ejercicio de sus funciones.

Por su lado, el Código de buen gobierno desarrolla las directrices que deben seguir las sociedades cotizadas en relación con esta comisión, fundando sus recomendaciones en el principio 22 del mismo:

*“La comisión de nombramientos y retribuciones, que en las sociedades de elevada capitalización serán dos comisiones separadas, además de cumplir los requisitos legales, estará compuesta por una mayoría de consejeros independientes y sus miembros se designarán teniendo en cuenta los conocimientos, aptitudes y experiencia necesarios, y sus normas de funcionamiento reforzarán su especialización, independencia y ámbito de actuación”.*

Con ello pretende explicar la necesidad de que exista una comisión especializada que auxilie al consejo para lograr el mejor funcionamiento de éste, a través de una buena política de nombramientos y de motivación de los consejeros, respaldado en los conocimientos técnicos o capacidades necesarias que requiere la complejidad de esta tarea. La principal finalidad de su especialización es que se refuerce la independencia de sus miembros, de forma que la pertenencia al consejo no pueda influir en sus decisiones en la política de remuneraciones.

El nuevo Código establece otra norma importante en cuanto a las sociedades cotizadas, por su consideración como grandes empresas, requiriendo que se separe en dos las comisiones, una de nombramientos y otra de retribuciones. Realmente, no queda definido el concepto de sociedades con elevada capitalización, sin embargo, como afirma De Ros (2015)<sup>58</sup>, puede identificarse con las sociedades cuyas acciones forman parte del Ibex 35. Este dato será importante en nuestro estudio, pues la muestra tomada serán las empresas de elevada capitalización, es decir, todas aquellas que se incluyen en el índice IBEX-35, tal y como la doctrina y el legislador han aceptado.

La separación de ambas comisiones se entiende necesaria, y más concretamente, ya se encuentra prevista en la Ley de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito en su artículo 31, siendo de obligado cumplimiento en el sector financiero, el cual supone una parte importante del índice Ibex 35. A pesar de que en la práctica pueda resultar complejo o incluso ineficaz en algunas sociedades, el fin que persigue la separación de estas comisiones es justificable, pues desde mi punto de vista, respaldan la defensa de la independencia de los consejeros, impide la concurrencia de conflicto de intereses y con una correcta coordinación entre ambas permitiría mayor control.

Siguiendo todos estos criterios se desarrollan las recomendaciones 47, 48, 49, 50 y 51. De las que vamos a destacar,

---

<sup>58</sup> De Ros, R. (2015). Práctica de Gobierno Corporativo: La reforma de la Ley de Sociedades de Capital y del Código de Buen Gobierno. Página 162.

- Que los miembros se designen atendiendo a sus conocimientos y experiencia<sup>59</sup>.
- Que la mayoría sean independientes<sup>60</sup>.
- Que las sociedades de elevada capitalización cuenten con una comisión de nombramientos y con una de remuneraciones separadas<sup>61</sup>.
- Que se consulte al presidente del consejo en materia de consejeros ejecutivos y altos directivos<sup>62</sup>.
- Que todos los consejeros puedan recomendar para cubrir vacantes<sup>63</sup>.
- Que ejerza sus funciones con independencia<sup>64</sup>.
- Que además de sus funciones atribuidas por Ley:
  - Propongan las condiciones contractuales.
  - Comprueben la política retributiva.
  - Revisen periódicamente la política y los sistemas retributivos.
  - Velen por los conflictos de intereses.
  - Verifiquen la información de los documentos corporativos referentes a las remuneraciones

La función principal de esta comisión es velar por el cumplimiento normativo y asegurar que el sistema retributivo de la sociedad respeta las líneas fundamentales de los principios del Código.

Es importante destacar su función supervisora y determinante sobre la política retributiva, pues en virtud del artículo 529.2 novodecies la propuesta de la política debe ser acompañada por un informe específico emitido por la comisión de retribuciones en el que se sustente la misma. De esta forma, las comisiones suponen una mayor especialización y con ello refuerzan las bases de las decisiones que se toman en el consejo. Convirtiéndose así la comisión de retribuciones en un pilar fundamental, con el respaldo de profesionales expertos en la materia que garantizan el correcto funcionamiento y aseguran una gestión basada en el buen gobierno corporativo. Sin embargo, en los informes publicados por la CNMV puede verse como una de las recomendaciones que menos se sigue es la relativa a que las sociedades de elevada capitalización cuente con una comisión de nombramientos y con una comisión de retribuciones separadas, en particular, la recomendación 48, cuestión que resulta desde mi parecer algo ilógica, y me atrevería a decir, que con el paso de ejercicios se

---

<sup>59</sup> Ver recomendación 47 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

<sup>60</sup> Ver recomendación 47 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

<sup>61</sup> Ver recomendación 48 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

<sup>62</sup> Ver recomendación 49 y 51 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

<sup>63</sup> Ver recomendación 49 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

<sup>64</sup> Ver recomendación 50 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

irá alcanzando un cumplimiento mayor conforme las entidades comprendan la relevancia de su existencia y de sus funciones.

## 8. ANÁLISIS EMPÍRICO

Como hemos comentado con anterioridad, una de las principales cuestiones debatidas en materia de gobierno corporativo durante estos últimos años ha sido la retribución de los consejeros y directivos, por considerarla como una de las causas de la crisis financiera. Ha sido en parte porque los sistemas de remuneración, y especialmente su componente variable, provocaron una excesiva asunción de riesgos y la especulación financiera.

Para dar respuesta a la cuestión que se plantea en el presente trabajo, se ha realizado un análisis empírico que permita hacer una comparativa entre los resultados del ejercicio 2015 y los del año posterior. Además de estudiar la relación de variables económicas, como el capital flotante de las compañías, con las buenas prácticas de gobierno corporativo. De manera que se pueda explicar si el uso de estas prácticas genera un valor añadido para la sociedad.

La muestra analizada es la correspondiente a las sociedades que cotizan en el IBEX 35, en este intervalo de fechas, debido a la relevancia económica nacional que poseen estas empresas. Y el intervalo estudiado ha sido seleccionado por dos motivos fundamentales, el primero porque corresponde a los últimos datos que han sido publicados para dar una visión de máxima actualidad y a su vez, porque en 2016 se publicaron los Informe Anual de Gobierno Corporativo relativos al ejercicio 2015, siendo estos, los primeros que se elaboraron atendiendo a los criterios del nuevo Código de buen gobierno aprobado por el Consejo de la CNMV en febrero del año 2015, y la reciente publicación de los IAGC relativos al ejercicio 2016 nos permite contrastar la evolución del grado de seguimiento y estudiar cómo las sociedades de capital españolas se han visto inmersas en diversos cambios prácticos.

### 8.1 GRADO DE SEGUIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES 56 A 64, RECOGIDAS EN EL PUNTO III.3.6, SOBRE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS, EN RELACIÓN CON LAS SOCIEDADES DEL IBEX 35

Tal y como detalla el magistrado Sánchez (2015)<sup>65</sup> en su proyecto de investigación, tanto la política de remuneraciones, como el informe anual sobre remuneraciones, o el

---

<sup>65</sup> Sánchez, M.M. (2015). Remuneración de los administradores en su condición de tales. Insertado en el proyecto de investigación Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada. Tomo II. Página 747. Thomson Reuters Aranzadi.

informe anual de gobierno corporativo, junto con las cuentas anuales deben comunicarse a la CNMV para que sean publicados como hechos relevantes.

Tras la presentación en la CNMV de todos los IAGCs por parte de las sociedades cotizadas, norma de obligado cumplimiento en virtud del artículo 540 LSC, la comisión no sólo los hace públicos en su página web para que estén al alcance de todos los accionistas e inversores, sino que, a su vez, elabora un informe en el que presenta los resultados del análisis de todos los informes anuales de gobierno corporativo emitidos por las sociedades.

En este IAGC se compara la evolución de los últimos ejercicios respecto a su estructura de la propiedad, la estructura y funcionamiento del Consejo de administración, las comisiones del Consejo, las remuneraciones de la alta dirección, la auditoría de cuentas y el control de riesgos, las operaciones con partes vinculadas y la Junta general de accionistas. Incluyendo en el mismo un análisis sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno.

Según la Comisión<sup>66</sup>, el IAGC contiene un análisis de la importancia de las buenas prácticas de gobierno corporativo para aumentar la eficacia económica y reforzar la confianza de los inversores, una reseña sobre la evolución de las reglas de gobierno corporativo en el ámbito europeo e internacional, un resumen de los principales desarrollos normativos y recomendaciones de los códigos de Buen Gobierno que se han impulsado en España en los últimos años y una descripción de las pautas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, de otras entidades emisoras de valores y de las cajas de ahorros.

Al mismo tiempo, en virtud del artículo 541 LSC, las sociedades están obligadas a elaborar y publicar anualmente el Informe Anual de Remuneraciones de los consejeros (IARC) y a difundirlo como hecho relevante, la CNMV tras su revisión, recoge los datos y publica el Informe Anual de Remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas<sup>67</sup>, en el que presenta en términos agregados las características esenciales sobre las políticas retributivas empleadas y el grado de seguimiento del contenido y estructura que establece la Comisión para el IARC de las entidades.

Ambos informes siguen actualmente un modelo unificado, competencia de la CNMV en virtud del artículo 540.4 LSC, aunque resulta de interés mencionar que en estos momentos se encuentra en consulta pública el proyecto de circular de la CNMV sobre los informes anuales de gobierno corporativo y retribuciones, suponiendo un cambio muy significativo en la práctica pues recogen la idea de libertad de formato frente a

---

<sup>66</sup> Ver en publicaciones de la CNMV en su página web: (<https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=21>).

<sup>67</sup> Ver en publicaciones de la CNMV en su página web: <http://10.10.1.33/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=46>.

modelos normalizados. De todos estos informes mencionados serán extraídos los datos que van a ir utilizándose en el presente proyecto.

Las directrices relativas a la remuneración de los consejeros vienen recogidas en el punto III.3.6 del CBG, en las recomendaciones 56 y siguientes, y para trabajar sobre ellas, vamos a sintetizarlas en el siguiente cuadro<sup>68</sup> explicativo:

	<b>CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS</b>
R 56	Que la remuneración de los consejeros sea la necesaria para atraer y retener a los consejeros del per l deseado y para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija, pero no tan elevada como para comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos.
R 57	<p>Que se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad y al desempeño personal, así como la remuneración mediante entrega de acciones, opciones o derechos sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de la acción y los sistemas de ahorro a largo plazo tales como planes de pensiones, sistemas de jubilación u otros sistemas de previsión social.</p> <p>Se podrá contemplar la entrega de acciones como remuneración a los consejeros no ejecutivos cuando se condicione a que las mantengan hasta su cese como consejeros. Lo anterior no será de aplicación a las acciones que el consejero necesite enajenar, en su caso, para satisfacer los costes relacionados con su adquisición.</p>
R 58	<p>Qué en caso de remuneraciones variables, las políticas retributivas incorporen los límites y las cautelas técnicas precisas para asegurar que tales remuneraciones guardan relación con el rendimiento profesional de sus beneficiarios y no derivan solamente de la evolución general de los mercados o del sector de actividad de la compañía o de otras circunstancias similares. Y, en particular, que los componentes variables de las remuneraciones:</p> <p>a) Estén vinculados a criterios de rendimiento que sean predeterminados y medibles y que dichos criterios consideren el riesgo asumido para la obtención de un resultado.</p> <p>b) Promuevan la sostenibilidad de la empresa e incluyan criterios no financieros que sean adecuados para la creación de valor a largo plazo, como el cumplimiento de las reglas y los procedimientos internos de la sociedad y de sus políticas para el control y gestión de riesgos.</p> <p>c) Se con figuren sobre la base de un equilibrio entre el cumplimiento de objetivos a corto, medio y largo plazo, que permitan remunerar el rendimiento por un desempeño continuado durante un período de tiempo suficiente para apreciar su contribución a la creación sostenible de valor, de forma que los elementos de medida de ese rendimiento no giren únicamente en torno a hechos puntuales, ocasionales o extraordinarios.</p>
R 59	Que el pago de una parte relevante de los componentes variables de la remuneración se di era por un período de tiempo mínimo suficiente para compro- bar que se han cumplido las condiciones de rendimiento previamente establecidas.
R 60	Que las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad tomen en cuenta las eventuales salvedades que consten en el informe del auditor externo y minoren dichos resultados.
R 61	Que un porcentaje relevante de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos esté vinculado a la entrega de

<sup>68</sup> Datos extraídos directamente del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, 2015.

	acciones o de instrumentos financieros referenciados a su valor.
R 62	Que una vez atribuidas las acciones o las opciones o derechos sobre acciones correspondientes a los sistemas retributivos, los consejeros no puedan transferir la propiedad de un número de acciones equivalente a dos veces su remuneración ja anual, ni puedan ejercer las opciones o derechos hasta transcurrido un plazo de, al menos, tres años desde su atribución. Lo anterior no será de aplicación a las acciones que el consejero necesite enajenar, en su caso, para satisfacer los costes relacionados con su adquisición.
R 63	Que los acuerdos contractuales incluyan una cláusula que permita a la sociedad reclamar el reembolso de los componentes variables de la remuneración cuando el pago no haya estado ajustado a las condiciones de rendimiento o cuando se hayan abonado atendiendo a datos cuya inexactitud quede acreditada con posterioridad.
R 64	Que los pagos por resolución del contrato no superen un importe establecido equivalente a dos años de la retribución total anual y que no se abonen hasta que la sociedad haya podido comprobar que el consejero ha cumplido con los criterios de rendimiento previamente establecidos.

Tabla número 1: Recomendaciones 56-64 del CBG

**Fuente de elaboración propia**

La muestra seleccionada son las sociedades que cotizan, a tiempo del estudio, en el índice IBEX 35, por lo que las sociedades que serán objeto de este estudio son:

1. ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.
2. ACCIONA, S.A.
3. ACERINOX, S.A.
4. ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.
5. AENA, S.M.E., S.A.
6. AMADEUS IT GROUP, S.A.
7. BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
8. BANCO DE SABADELL, S.A.
9. BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.
10. BANCO SANTANDER, S.A.
11. BANKIA, S.A
12. BANKINTER, S.A.
13. CAIXABANK, S.A.
14. CELLNEX TELECOM, S.A.
15. DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.
16. ENAGAS, S.A.
17. ENDESA, S.A.
18. FERROVIAL, S.A.
19. GAS NATURAL SDG, S.A.
20. GRIFOLS, S.A.
21. IBERDROLA, S.A.
22. INDRA SISTEMAS, S.A.
23. INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.
24. INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.

25. MAPFRE, S.A.
26. MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.
27. MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.
28. MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.
29. RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.
30. REPSOL, S.A.
31. SACYR, S.A.
32. SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.
33. TECNICAS REUNIDAS, S.A.
34. TELEFONICA, S.A.
35. VISCOFAN, S.A.

Estas 35 sociedades componen el grupo de empresas de mayor liquidez que cotizan en el SIBE y su admisión o expulsión del índice corresponde al CAT<sup>69</sup>, el cual se reúne dos veces al año para hacer efectivas las modificaciones y publicarlas.

Con el fin de poder realizar un estudio que comprenda una perspectiva de actualidad y que pueda relacionar datos de los ejercicios 2015 y 2016 con los datos económicos en 2017, se han seleccionado para el análisis; las sociedades que cotizan actualmente en el índice, de forma que se han excluido las modificaciones<sup>70</sup> que se hayan producido en el periodo intermedio.

No obstante, deberá tenerse en cuenta que hay ciertos cambios que si nos afectarán como;

1. La no inclusión de ACELORMITTAL en nuestro estudio, aunque si pertenezca al índice, debido a que no es una sociedad española y por tanto no está bajo la supervisión de la CNMV.
2. La inclusión de SACYR, aunque a fecha actual no pertenezca al IBEX, la CNMV si cuenta con datos publicados de los dos ejercicios que vamos a analizar y de esta forma tendríamos el índice completo con 35 sociedades.

### **8.1.1 Aspectos generales sobre el grado de seguimiento del código en el ejercicio 2015**

Para poder determinar si la normativa estudiada ha tenido un impacto positivo en el cumplimiento de las recomendaciones del código en el ejercicio 2015, interesa observar cuantas sociedades cumplen cada recomendación sobre remuneraciones de los consejeros. De esta forma, como puede verse en la tabla situada en el inferior, podemos indicar que de la muestra analizada:

---

<sup>69</sup> Es un grupo de expertos del Ibex, llamado Comité Asesor Técnico, encargado del control del índice, incluida las admisiones y expulsiones de sociedades del mismo, y de emitir los informes correspondientes.

<sup>70</sup> Como la salida de OHL del IBEX 35 durante el ejercicio 2016.

- La inmensa mayoría de las sociedades cumplen las recomendaciones.
- Las recomendaciones con mayor grado de seguimiento son la 56 y 57, seguidas de la 58 y 59.
- Solo una entidad<sup>71</sup> no cumple la recomendación 56, siendo la misma la que no cumple la recomendación 57.
- La recomendación 62 es la menos seguida por las sociedades cotizadas por ser no aplicable en 9<sup>72</sup> de las 35 compañías.
- El mayor grado de incumplimiento se da, de igual forma, en la recomendación 63 y 64 con 7<sup>73</sup> entidades por cada una.

2015	R 56	R 57	R 58	R 59	R 60	R 61	R 62	R 63	R 64
Cumple	34	34	33	32	27	24	14	20	24
No Cumple	1	1	1	3	3	5	5	7	7
No Aplicable	0	0	0	0	5	4	9	2	1
Cumple Parcialmente	0	0	1	0	0	2	7	6	3

Tabla número 2: Grado de seguimiento de las recomendaciones 56-64 en el ejercicio 2015, de las sociedades del IBEX 35.

#### Fuente de elaboración propia

La recomendación 56 corresponde al fundamento básico del principio 25 de Código, haciendo referencia a que la remuneración de los consejeros será la necesaria para atraer y retener a los mismos, con un perfil deseado y para retribuir su dedicación, cualificación y responsabilidad, pero no tan elevada como para comprometer la independencia de los consejeros no ejecutivos.

Desde mi punto de vista, un sueldo vinculado a la evolución del negocio, es decir una retribución variable, pero con las medidas necesarias para evitar que se asuman riesgos innecesarios o desproporcionados, es una de las bases fundamentales de una buena política retributiva que no solo atraerá de esta forma a buenos profesionales, sino que atraerá inversores del mercado. Sin embargo, la cuestión no es tan sencilla pues la retribución variable ha demostrado en estos años ser un componente con alto grado de sensibilidad al riesgo. Es complejo motivar a un consejero en sus funciones a cambio de una prestación llamativa sin que esto no ponga en riesgo la independencia del mismo, es decir, que tienda a anteponer sus intereses frente a los de la sociedad.

<sup>71</sup> AENA, S.A. Ver explicación razonada en su IAGC de 2015.

<sup>72</sup> ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A., ACERINOX, S.A., ENDESA, S.A., GAS NATURAL SDG, S.A., GRIFOLS, S.A., MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A., SACYR, S.A., TECNICAS REUNIDAS, S.A. y VISCOFAN, S.A.

<sup>73</sup> Incumplen la recomendación 63 del CBG: ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A., ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A., AENA, S.A., AMADEUS IT GROUP, S.A., GAS NATURAL SDG, S.A., SACYR, S.A., y TECNICAS REUNIDAS, S.A. Incumplen la recomendación 64 del CBG: ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A., ACERINOX, S.A., GAS NATURAL SDG, S.A., GRIFOLS, S.A., MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A., SACYR, S.A., TELEFONICA, S.A.

No es una cuestión fácil, y es un debate que sigue estando sobre la mesa de las grandes sociedades y de los supervisores, su gestión es delicada, pero sin duda creo que el componente variable no debe desaparecer, pues es un incentivo que bajo las condiciones y la supervisión adecuada resulta muy útil para mantener interés y motivación en los trabajadores. Con las condiciones adecuadas me refiero a que se implanten en un sistema retributivo bien detallado y en el que se establezcan la metodología de cálculo de los mismos. Añadiría como medida interesante que los modelos de cálculo no solo valorasen los resultados del negocio sino también hechos o comportamientos, de forma que se valore la buena gestión, el compromiso, la implicación y el rendimiento.

La recomendación 57 hace referencia a que se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad y al desempeño personal, así como la remuneración mediante entrega de acciones, opciones o derechos sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de la acción y los sistemas de ahorro a largo plazo tales como planes de pensiones, sistemas de jubilación u otros sistemas de previsión social. Y solo se podrá contemplar la entrega de acciones como remuneración a los consejeros no ejecutivos cuando se condicione a que las mantengan hasta su cese como consejeros. Lo anterior no será de aplicación a las acciones que el consejero necesite enajenar, en su caso, para satisfacer los costes relacionados con su adquisición. Esta limitación, no prevista en la Ley de forma general para las cotizadas, se debe al fin que persigue la remuneración variable ligada al rendimiento de la sociedad y a la doble función que tienen los consejeros ejecutivos, por su carácter de consejero y por sus funciones atribuidas en la gestión de la sociedad.

La finalidad perseguida por la retribución variable es premiar las funciones delegadas que únicamente desarrollan los consejeros ejecutivos, es decir, incentivar a una mejor gestión o mejores resultados económicos de la compañía. Por el simple hecho de ser consejeros, externos, independientes, dominicales u otros, no tienen forma de conseguir estos resultados y por tanto perdería sentido la remuneración variable ligada al rendimiento. Así mismo, un consejero externo por su condición de tal, se caracteriza por su carácter supervisor, con esto queremos decir, que entre sus funciones destaca supervisar la gestión en busca de mejorar las prácticas sociales, con lo cual, limitando las variables a los ejecutivos se intenta evitar posibles conflictos de intereses que les podrían surgir a los consejeros externos en su función de supervisión, permitiéndoles así ser independientes y objetivos.

### **8.1.2 Aspectos generales sobre el grado de seguimiento del código en el ejercicio 2016**

En lo relativo a las recomendaciones sobre remuneraciones del consejo se evidencia, en la muestra analizada, que:

- Las recomendaciones 56 y 57 son las que mayor grado de seguimiento tienen.
- Únicamente una entidad no cumple las dos anteriores, coincidiendo con el ejercicio anterior.
- La recomendación menos seguida es la 62 por no ser aplicable a 11<sup>74</sup> de las 35 compañías.
- El porcentaje mayor de incumplimiento se da en la recomendación 63, con 8<sup>75</sup> entidades.

2016	R 56	R 57	R 58	R 59	R 60	R 61	R 62	R 63	R 64
Cumple	34	34	32	33	27	21	11	17	20
No Cumple	1	1	1	2	3	7	7	8	7
No Aplicable	0	0	0	0	5	5	11	2	1
Cumple Parcialmente	0	0	2	0	0	2	6	8	7

Tabla número 3: Grado de seguimiento de las recomendaciones 56-64 en el ejercicio 2016, de las sociedades del IBEX 35.

**Fuente de elaboración propia**

Con los datos obtenidos podemos concluir con que la tendencia de cumplimiento es similar al año anterior, y que únicamente son cinco sociedades cotizadas las que cumplen las nueve recomendaciones relativas a la remuneración de sus consejeros:

- BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.
- BANKIA, S.A
- BANKINTER, S.A.
- INDRA SISTEMAS, S.A.
- INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.

La conclusión más evidente que puede extraerse del IAGC publicado por la CNMV en 2016<sup>76</sup>, es que el nuevo Código de Buen Gobierno está teniendo gran aceptación por pues su grado seguimiento fue elevado para ser, tan solo, el segundo año de aplicación. Concretamente, la gran mayoría de las sociedades cotizadas cumplen con

<sup>74</sup> ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A., ACERINOX, S.A., ENDESA, S.A., GAS NATURAL SDG, S.A., GRIFOLS, S.A., MAPFRE, S.A., MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A., MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A., SACYR, S.A., TECNICAS REUNIDAS, S.A. y VISCOFAN, S.A.

<sup>75</sup> ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A., ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A., AENA, S.A., AMADEUS IT GROUP, S.A., GAS NATURAL SDG, S.A., MAPFRE, S.A., SACYR, S.A. y TECNICAS REUNIDAS, S.A.

<sup>76</sup> Ver el Informe Anual de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Disponible en la web de la CNMV.

casi todas las recomendaciones del Código que le son aplicables, y una pequeña parte son las que no cumple, explicando sus criterios.

### 8.1.3 Comparativa entre el ejercicio 2015 y 2016 y resultados del impacto normativo

Tal y como podemos observar en el gráfico número 1 se puede afirmar que, por regla general, el grado de seguimiento de las recomendaciones ha sido menor en el ejercicio 2016 frente al anterior. No obstante, la variación es mínima y se debe en gran parte a un reparto entre no aplicables y cumplimiento parcial, por lo que no debemos interpretarlo como falta de cumplimiento. Comparto la opinión de la CNMV, en su visión positiva del cumplimiento por parte de las cotizadas, entendiendo que, a pesar, de ser recientes estas recomendaciones se tiende a su acatamiento.

Mientras la mayoría se han mantenido en un promedio similar, como la recomendación 56, 57, 58 y 60, el resto han presentado una pequeña disminución. Estas últimas corresponden a las recomendaciones sobre entregas de acciones como retribución variable, transmisión de éstas, cláusulas de reembolsos e indemnizaciones, y la no aplicación o su cumplimiento parcial se han visto respaldados en la mayoría de las entidades con explicaciones coherentes.

Cuando hacemos referencia a la no aplicación, queremos decir que durante ese ejercicio no se han dado las circunstancias descritas en la recomendación para que les aplique ese hecho concreto, y en este caso no se requiere explicación por parte de la entidad.

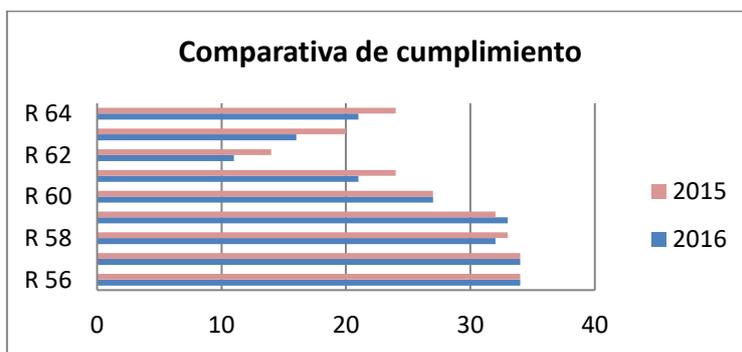


Gráfico número 1: Comparativa del cumplimiento de las sociedades del IBEX 35 entre los ejercicios 2015-2016.

#### Fuente de elaboración propia

La recomendación menos seguida por las entidades analizadas es la 62, correspondiente a la transmisión de la propiedad de las acciones, sin embargo, como ya se dijo en epígrafes anteriores, esto se debe a que no aplica en un gran número de

ellas y por tanto la falta de cumplimiento no refleja un dato real. Si bien, merece más atención el análisis de las directrices 63 y 64.

Como se indica en el IAGC de 2016 publicado por la CNMV, la causa del bajo grado de seguimiento en la recomendación 63 referida a las cláusulas de reembolso, se debe a que, tal y como explican la mayoría de las sociedades en sus informes particulares, aunque no han incluido estas cláusulas en los contratos, la comisión de nombramientos y retribuciones si tiene la potestad para proponer al consejo de administración la cancelación del pago de la retribución variable ante tales circunstancias. Con lo cual, sería un aspecto a mejorar con el paso de estos ejercicios, para que los informes representen, de la forma más clara posible, la situación real de la entidad. Estos mecanismos suponen una garantía adicional para la sociedad y los propios accionistas, pues pueden recuperar importes entregados de forma indebida o cancelar la entrega cuando no se den las circunstancias acordadas, y al mismo tiempo, siguen manteniendo el control sobre la retribución de sus consejeros, reforzando la idea de una buena gestión para una buena remuneración. Considero que, este fin, solo podrá alcanzarse con el equilibrio entre la satisfacción de ambas partes afectadas, por lo que la inclusión de disposiciones contractuales de reembolso debe ir acompañada de una ilustración y un conocimiento veraz por parte de los consejeros, que les permita desarrollar sus tareas conociendo las reglas del juego.

En el resto de Europa son cláusulas bien acogidas y los inversores internacionales están incorporando estas cláusulas contractuales a su lista de exigencias para el buen gobierno corporativo. Todo ello me hace pensar, que las cláusulas de reembolso, que en España solo quedan recogidas en el Código de buen gobierno, tenderán a ir separándose del lado del “soft law” próximamente.

Y, por último, en relación con la indemnización de los consejeros, recomendación 64, las sociedades explican que las indemnizaciones de los consejeros fueron establecidas hace tiempo, con carácter previo a la aprobación de las presentes recomendaciones del Código de Buen Gobierno (CNMV 2017)<sup>77</sup>. Es importante contener un marco regulatorio sobre indemnizaciones que respete la norma y sus límites, es decir, que no superen dos veces la retribución anual y que su entrega se condicione al cumplimiento del rendimiento que fuese establecido con anterioridad. La falta de contención de estos aspectos en la política retributiva y en los contratos correspondientes, provocaría la imposibilidad de recibirse este importe en los casos de cese, por lo que entendemos que el desarrollo de este concepto en su totalidad es relevante para el interés de consejeros y de los propios inversores.

---

<sup>77</sup> CNMV (2017). “Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Ejercicio 2016”. Disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

## 8.2 GRADO DE SEGUIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES POR SECTORES DE ACTIVIDAD DENTRO DEL IBEX 35

Desde 2005 todas las compañías que cotizan en la bolsa española se encuentran organizadas según su grupo de actuación, una clasificación por sectores y subsectores formada por seis grupos principalmente: Petróleo y Energía; Materiales Básicos, Industria y Construcción; Bienes de Consumo; Servicios de Consumo; Servicios Financieros e Inmobiliarios; y Tecnología y Telecomunicaciones. La división por subsectores más específicos dentro de cada uno de estos sectores no será necesaria para las conclusiones que se pretenden generar de esta investigación, por lo que únicamente se utilizarán estos seis bloques para observar el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno.

Lo interesante de poder clasificar a las 35 entidades en bloques es lograr demostrar que algún sector posee un porcentaje de cumplimiento mayor a otros, y, que, esto pueda tener relación con la normativa específica de ese sector. Atendiendo a esta calificación, la organización del IBEX que conforma nuestra muestra sería:

<b>1.Petróleo y Energía</b>	<b>4.Servicios de Consumo</b>
REPSOL ENDESA IBERDROLA GAS NATURAL REE ENAGÁS	DIA MEDIASET IAG ABERTIS
<b>2.Materiales Básicos, Industria y Construcción</b>	<b>5.Servicios Financieros e Inmobiliarios</b>
ACERINOX ACCIONA ACS FERROVIAL FCC SACYR TÉCNICAS REUNIDAS	BBVA BANCO POPULAR BANCO SANTANDER BANCO SABADELL BANKIA BANKINTER CAIXABANK MAPFRE
<b>3.Bienes de Consumo</b>	<b>6.Tecnología y Telecomunicaciones</b>
VISCOFAN INDITEX GRIFOLS	JAZZTEL TELEFÓNICA AMADEUS INDRA

Tabla número 4: Clasificación por sectores de las sociedades del IBEX 35.

Fuente de elaboración propia.

De los datos obtenidos y mostrados en la siguiente gráfica podemos observar;

- En promedio, el sector con mayor grado de seguimiento de las recomendaciones en 2016 y 2015 es el de Servicios Financieros e Inmobiliarios
- En promedio, el sector Servicios de Consumo es el que presenta menos seguimiento en ambos ejercicios, seguido del sector de Materiales básicos, industria y construcción.

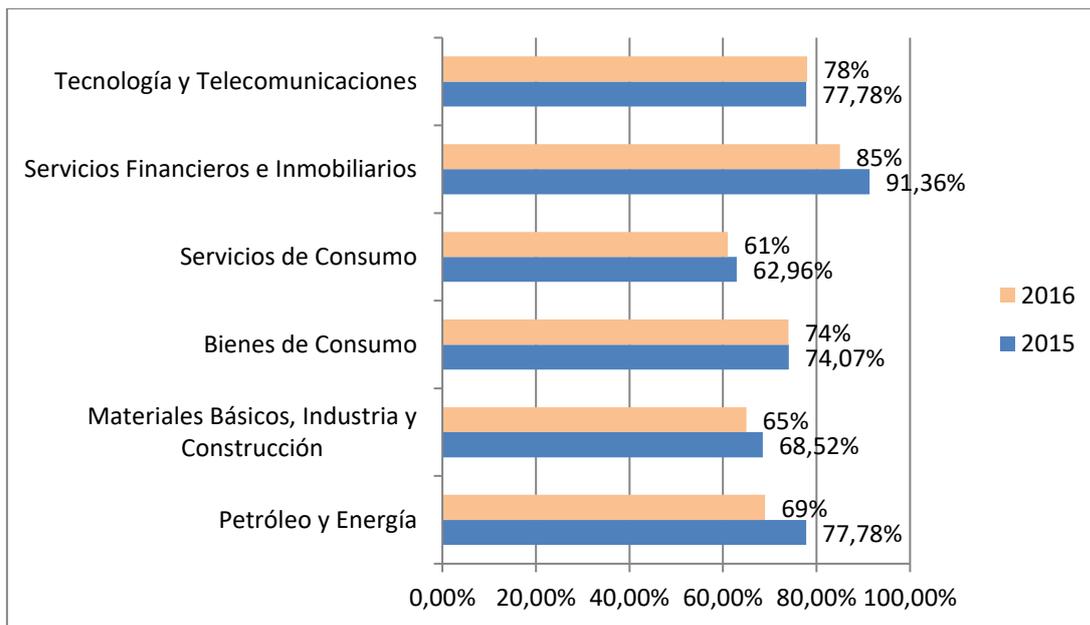


Gráfico número 2: Grado de cumplimiento por sectores de las sociedades del IBEX 35, en 2015 y 2016.

**Fuente de elaboración propia.**

La tendencia en todos los grupos ha sido disminuir su porcentaje de seguimiento, sin embargo, este dato<sup>78</sup> no vamos a considerarlo como real.

Lo que se evidencia claramente de este estudio es que el conjunto de Servicios Financieros e Inmobiliarios es el que presenta un mayor grado de seguimiento, lo que posiblemente refleje que las exigencias normativas en este sector son más fuertes que en el resto. Las entidades financieras se ven afectadas en un doble plano normativo, por un lado, por ser una entidad cotizada, con la LSC y el CBG, y por otro por ser una entidad financiera. Lo que podríamos entender como una “sobre regulación” no, es más que, una forma de proteger a las personas frente a las instituciones, fundado en

<sup>78</sup> Los cambios en el grado de seguimiento han sido mínimos y se deben, en gran parte, a un ajuste entre no aplicable y cumple parcialmente. Por lo que no lo consideramos como falta de cumplimiento.

un intento de no cometer los mismos errores que llevaron a los países europeos a una fuerte crisis económica.

Las normas que regulan la remuneración de los consejeros de entidades financieras se han ido reforzando desde la crisis, desde la Unión Europea:

- El Parlamento Europeo y el Consejo aprueban la Directiva CRD III. Modificación de las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

Con ello, se incorporaron al Derecho español los nuevos principios de las políticas retributivas:

- Ley 2/2011, de 4 de marzo de Economía Sostenible
- Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio.
- Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito.
- Circular n.º 4/2011, de 30 de noviembre. Entidades de crédito. Modificación de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.
- Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero.
- Ley 3/2012, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral.

Continuó la regulación comunitaria con la búsqueda de mejoras más significativas:

- Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.
- La CRD IV continúa el desarrollo normativo europeo sobre gobierno de las entidades, dedicando una subsección (arts. 88 a 96) al Gobierno corporativo de las entidades y las políticas de remuneraciones.
- Directrices de la European Securities and Markets Authority (ESMA) 3 de junio de 2013.

La regulación llega a España con el proceso de transposición<sup>79</sup>:

---

<sup>79</sup> Transposición de la normativa europea, paquete CDR IV, al Derecho español.

- Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras.
- Ley 10/2014 de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (LOSSEC).
- El Real Decreto 84/2015 de 13 de febrero. Desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.
- Ley 31/2014 de 3 de diciembre de modificación de la Ley de Sociedades de capital para la mejora del Gobierno Corporativo.

Las principales novedades introducidas por la CRD IV, incluidas en la LOSSEC, son aquellas que se han ido recogiendo y ampliando en el CBG como buenas prácticas empresariales. Entre las que destacan la transparencia e información y las limitaciones en los conceptos variables<sup>80</sup> y en las indemnizaciones; estos son los criterios que venimos analizando en las recomendaciones 56-64 y que, posiblemente, estén relacionados con el alto grado de seguimiento que presenta el conjunto financiero. Especialmente, hablamos de mayor regulación en el concepto de retribución variable, en cláusulas de reembolso conocidas como clawback<sup>81</sup> o malus<sup>82</sup>, separadas del “soft law” en este sector para incorporarse a las normas de obligado cumplimiento, y fuertes límites en las indemnizaciones, en todos ellos se exige una regulación mucho más específica y, sobre todo, más desglosada.

La pregunta es, ¿Será suficiente? No podemos adivinar el futuro, y conocer la historia siempre se ha considerado una forma ejemplar de aprender de los errores del pasado. Pero el mundo sigue evolucionando y sigue exigiendo cambios, el mercado financiero está cada vez más al alcance de todos, y por eso hay que protegerlo, pequeños inversores, consumidores o usuarios, estos son los que por su falta de poder requieren mayor protección de sus intereses en comparación con las grandes instituciones.

No obstante, estos cambios y la presión regulatoria obligan a la banca a reinventarse, ponen en riesgo su modelo y sistema de organización, y es también trabajo de todos protegerla. Porque el sistema financiero es un pilar de nuestra economía y con equilibrio, transparencia, gestión prudente y, sobre todo, con respeto al Derecho, se podrían alcanzar grandes logros.

Como visión general, a nivel internacional se está tendiendo a ampliar el alcance de estas exigencias a todos los sectores, no sólo el financiero, de forma que los inversores

---

<sup>80</sup> En el sector financiero si se convierte en obligatorio limitar la retribución variable a los consejeros ejecutivos, quedando previsto en la Ley y no únicamente en el CBG.

<sup>81</sup> Las cláusulas clawback son aquellas que hacen referencia a la devolución de importes recibidos como remuneración variable por no verse cumplidos los requisitos para su obtención.

<sup>82</sup> Las cláusulas malus hacen referencia a aquellas que pueden reducir el importe de la retribución en condiciones establecidas contractualmente.

a largo plazo premiarán un mayor detalle y desglose de las retribuciones y sus cláusulas, presionando a todas las sociedades a invertir en mejores prácticas corporativas.

### **8.3 EL CAPITAL FLOTANTE: LA ENTRADA DE ACCIONISTAS MINORITARIOS COMO REFLEJO DE LA CONFIANZA DE LOS INVERSORES EN LA COMPAÑÍA**

El capital flotante o “free float” (CF) comprende las acciones de la sociedad que sirven para la especulación en los mercados, es decir, un porcentaje minoritario, menor al 50%, del total de la empresa que no está controlado de forma estable por accionistas.

Este porcentaje de acciones se encuentra a libre disposición del comprador en los mercados secundarios. La parte correspondiente al free float sería la que estaría a disposición de nuevos inversores en el IBEX 35, pues el resto de capital sería de accionistas de control que no tienen por qué tener un 50 % de la sociedad, simplemente tener relevancia en las juntas de accionistas.

➤ Capital flotante (free float) = Acciones en circulación – Acciones Restringidas

En definitiva, esta variable es muy relevante, sobre todo en las sociedades que cotizan en el IBEX, y es supervisada por la CNMV periódicamente debido a que:

- *Para una empresa es importante tener un porcentaje notable de acciones como capital flotante ya que esto dota de mayor seguridad a los inversores. Esto es así porque a mayor capital flotante mayores facilidades tendrá un inversor para encontrar contrapartida en el mercado.*
- *las acciones destinadas a ser capital flotante, proporcionan liquidez a los mercados*
- *Por otra parte, que las empresas tengan un alto capital flotante favorece al correcto proceso de formación de los precios y reduce la volatilidad de los mismos*

Los cambios en el free float suponen entradas y salidas de accionistas que invierten en la compañía. Es por ello, que resultaría interesante estudiar en éste proyecto la relación entre el capital flotante de las sociedades del IBEX 35 y su compromiso con las buenas prácticas de gobierno corporativo, pues esto nos mostraría si los inversores prefieren apostar por compañías en las que se fomente el gobierno corporativo o si por el contrario no afecta a los pequeños inversores.

La diferencia que surge al comparar el ejercicio 2015 con el 2016 nos permite observar que entidades han aumentado o disminuido su CF<sup>83</sup>. Aquellas que lo han disminuido son las que han sido objeto de entrada de nuevos inversores<sup>84</sup>.

De las 35 sociedades estudiadas, sólo 15 han visto disminuido su CF, entre las que destacan con diferencias superiores:

- AMADEUS IT GROUP, S.A. (66,67%)<sup>85</sup>
- INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A. (88,89%)<sup>86</sup>
- MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A. (66,67%)<sup>87</sup>
- VISCOFAN, S.A. (66,67%)<sup>88</sup>

A pesar de esta entrada de inversores, si nos fijamos en el grado de seguimiento del código de estas entidades, debemos afirmar que no existe una relación directa con el cumplimiento de las recomendaciones y la apuesta de los inversores por estas compañías.

Resulta en parte lógico, pues el cambio normativo ha sido muy reciente y en tan solo un ejercicio quizás no ha dado tiempo a encontrar estas reacciones, y por otro lado, al no tratarse de un estudio econométrico sino un análisis descriptivo han quedado al margen factores determinantes, como los económicos, de forma que es complejo poder afirmar que exista un comportamiento estándar que demuestre que la entrada de accionistas sea reflejo de la confianza de los inversores en la compañía por sus buenas prácticas corporativas.

No obstante, me atrevería a decir, que el tiempo si será un factor determinante para demostrar estas suposiciones, y que los inversores, cuando confíen en la transparencia e información de las instituciones, valorarán no sólo los beneficios económicos o financieros sino también las buenas prácticas empresariales. Esto podría ser un motivo de impulso y contagio positivo para el mundo empresarial, que buscando ser competitivo comprenda que el buen gobierno corporativo es fundamental para una sociedad avanzada, capaz, sólida y eficiente.

---

<sup>83</sup> Ver datos sobre el capital flotante de las sociedades en el IAGC publicado por la CNMV.

<sup>84</sup> Inversores que no tienen por qué entrar como minoritarios.

<sup>85</sup> Porcentaje del grado de seguimiento de la compañía, de las recomendaciones 56-64 del CBG, en 2015.

<sup>86</sup> Porcentaje del grado de seguimiento de la compañía, de las recomendaciones 56-64 del CBG, en 2015.

<sup>87</sup> Porcentaje del grado de seguimiento de la compañía, de las recomendaciones 56-64 del CBG, en 2015.

<sup>88</sup> Porcentaje del grado de seguimiento de la compañía, de las recomendaciones 56-64 del CBG, en 2015.

## 8.4 PERSPECTIVA DE GÉNERO

Promocionar la diversidad de género en los consejos de administración y, sobre todo, el aumento de la presencia de mujeres, está siendo una cuestión de gran audiencia mediática y, al mismo tiempo, objeto de múltiples iniciativas.

La posición de la mujer en el sector empresarial y los motivos de tanta desigualdad reflejada en números, preocupan a la sociedad actual notablemente<sup>89</sup>, por lo que consideramos relevante incluir en nuestro estudio un apartado de perspectiva de género. Si tenemos en cuenta que sigue aumentando el número de mujeres con alta formación a un ritmo muy por encima del que aumenta su promoción profesional en los altos cargos, parece lo más lógico que la reacción haya sido toda una revolución normativa, para intentar regular dicha situación. La revista Gaceta Sanitaria (2007)<sup>90</sup> en su artículo, “La ley de igualdad efectiva de mujeres y hombres: un paso adelante” nos mostraba cómo el número de licenciadas iguala al de los hombres; sin embargo, a medida que se asciende en la escala jerárquica, la proporción de mujeres desciende. De igual forma, autores como Clancy (2014)<sup>91</sup> en sus estudios por conocer los motivos por los que no hay más mujeres en la cima de la escala corporativa, revelaban datos que indicaban que “las mujeres ocupan casi el 50% de los empleos gerenciales y profesionales, pero los líderes de la mayoría de las compañías y organizaciones alrededor del mundo son casi siempre hombres”, por lo que nos encontramos ante un mercado de trabajo con una fuerte segregación de género que no se relaciona con la formación o valía de los/as candidatos/as.

Este objetivo ha ido adquiriendo gran importancia en el marco jurídico nacional e internacional, y por ello no ha dejado de tener repercusión mediática en los últimos años.

### **8.4.1 La diversidad de género una preocupación social internacional**

La igualdad entre mujeres y hombres es uno de los valores fundacionales de la Unión Europea. Se remonta a 1957, con la inclusión en el Tratado de Roma del principio de “a igual trabajo, igual sueldo”. Y la estrategia para la igualdad constituye uno de los programas fundamentales de la Comisión Europea.

Las iniciativas más relevantes a nivel europeo y español, son las siguientes:

---

<sup>89</sup> Ver Trabajo de Fin de Grado de Araceli López Iglesias (2016). Perspectiva de género. Gobierno Corporativo. Universidad Pablo de Olavide.

<sup>90</sup> Pérez, G. (2007). “La ley de igualdad efectiva de mujeres y hombres: un paso adelante”. Gaceta Sanitaria vol. 21 num.5 Barcelona.

<sup>91</sup> Clancy, S. (2014). “The hidden reason women aren't making it to the top”. Forbes.

- Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres. «BOE» núm. 71, de 23 de marzo de 2007
- Libro Verde de 2011
- Plan de Acción de 2012 en la Unión Europea
- Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo
- Código Unificado sobre Buen Gobierno Corporativo (2006) y su posterior modificación en 2015

Datos obtenidos de investigaciones y estudios de años previos a la publicación de todas estas iniciativas, dejaban claro los altos niveles de desigualdad, como Estudios de la Revista de Humanidades (2009)<sup>92</sup> que reflejaban que, en marzo de 2004 el número total de consejeros de las empresas del IBEX 35, es de 532, de los cuales sólo 19 son mujeres, es decir un 3,57%. Tras la incorporación normativa, La Fundación de Ecología y Desarrollo (2009)<sup>93</sup> seguía mostrando cómo “El 63% de las empresas del IBEX 35 no cuentan con ninguna mujer en su consejo de administración, lo que coloca a España muy por detrás de los mercados más avanzados de Europa y Norteamérica”. En comparación con esto, el tercer informe de las mujeres en los Consejos del Ibex’35 del Centro Nacional de Trabajo y Familia (2016)<sup>94</sup> desvelaba los siguientes datos, “La incorporación de mujeres en los consejos de administración se mantiene prácticamente estable con respecto al año 2014. El número de puestos en los consejos de administración de las empresas del Ibex ocupados por mujeres asciende a 80, dos más que el año pasado. Por lo tanto, la cifra es un 2,56% más que en 2014”.

En la modificación del Código de Buen Gobierno en el año 2015, la CNMV recomendaba contar con un 30% de mujeres en el consejo de administración en 2020. Y desde entonces, los datos han ido reflejando mostrando ciertos cambios en la composición de los consejos.

Todo este revuelo social, se vio incrementado con la comparativa a nivel europeo donde países como Francia, Italia, Austria o Bélgica disponen de medidas legislativas vinculantes con sanciones a las empresas, y están consiguiendo claros resultados en esta materia. Estos ejemplos, junto con los logros de Noruega, fuera de la Unión Europea, son prueba de como España se encuentra unos pasos por detrás, y despliega un debate entre recomendaciones u obligaciones como métodos de solución.

---

<sup>92</sup> La participación de la mujer en los consejos de administración de empresas del Ibex-35 (2009). Revista de Humanidades, vol 16,105-140.

<sup>93</sup> La Fundación de Ecología y Desarrollo (2009). Disponible en archivos: [www.ecodes.org](http://www.ecodes.org).

<sup>94</sup> Tercer informe de las mujeres en los Consejos del Ibex’35 del Centro Nacional de Trabajo y Familia (2016).

En 2011, Francia aprobó una ley de cuotas femeninas obligatorias para empresas, que fijaba un 40% en un plazo de siete años similar al propuesto por la legislación española. El plazo vence en 2017 y Francia es a día de hoy el país que posee la mayor representación femenina en los órganos de decisión de las empresas cotizadas, siendo un casi un 33% del total, según subraya el estudio que, desde 2013, realiza con periodicidad anual el Centro Internacional de Trabajo y Familia de IESE Business School, en colaboración con la consultora Atrevia.

Incluso Alemania, que es la potencia europea que menos había avanzado en esta materia, con una representación femenina del 14%, ha aprobado recientemente una cuota del 30% de presencia femenina en los consejos de administración de unas cien de las mayores empresas cotizadas. La iniciativa, bloqueada durante años y sujeta a una fuerte polémica, ha sido impulsada finalmente en un clima de mayor concienciación sobre los prejuicios de género, con movimientos en las redes sociales que han llevado el tema al centro del debate político.

En España, el Gobierno optó por una recomendación frente a las obligaciones impuestas en otros países, como medida de corrección y los resultados obtenidos tras ocho años no han sido los esperados. Sobre ello, lanzaba una de sus noticias El País, donde Sánchez-Silva (2016)<sup>95</sup> afirmaba que “No hemos mejorado. Hemos ido para atrás. De hecho, España está en el puesto 16 de la Europa de los 28, por detrás de países como Lituania y Estonia, cuyo peso económico es muy inferior al nuestro”.

Sin dejar al margen las calificaciones sobre la lentitud en el avance representativo, y sobre el debate entre recomendación u obligación, el fundamento del presente estudio se encuentra en una evidencia clara que refleja lo que sería una frustración de los objetivos propuestos.

En el año 2015 finalizó el plazo que estableció la Ley Orgánica 3/2007 para alcanzar la presencia, equilibrada de mujeres y hombres en los consejos de administración de las grandes empresas, según esta normativa y como se mostró con anterioridad las empresas debían alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres en un plazo de ocho años a partir de la entrada en vigor de esta Ley, es decir, al menos un 40% de mujeres en su composición<sup>96</sup>. Claramente no se ha cumplido, demostrando

---

<sup>95</sup> Sánchez-Silva, C. (2016) “La cuota rosa moderniza a las empresas europeas”. El País. Disponible en: [http://economia.elpais.com/economia/2016/05/29/actualidad/1464546827\\_832623.html](http://economia.elpais.com/economia/2016/05/29/actualidad/1464546827_832623.html) [09 enero 2017].

<sup>96</sup> Artículo 75. Participación de las mujeres en los Consejos de administración de las sociedades mercantiles, Título VII. La igualdad en la responsabilidad social de las empresas, recogiendo que:

Las sociedades obligadas a presentar cuenta de pérdida y ganancias no abreviadas procurarán incluir en su Consejo de administración un número de mujeres que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres en un plazo de ocho años a partir de la entrada en vigor de esta Ley.

Lo previsto en el párrafo anterior se tendrá en cuenta para los nombramientos que se realicen a medida que venza el mandato de los consejeros designados antes de la entrada en vigor de esta Ley.

que cuando la normativa no obliga directamente, sino utiliza la expresión “procurar”, todo acaba cayendo en saco roto.

La cuestión que se esconde detrás de todo esto y que nos hace preguntarnos por qué una recomendación y no una obligación ante la desigualdad, es el conflicto existente entre los derechos de todos los afectados. Es cierto que todo el movimiento social y normativo se deduce de una evidente discriminación de sexo que deja a las mujeres en una posición de clara desigualdad afectando a los principios éticos y morales de nuestro sistema. Sin embargo, la imposición de normas que obliguen a las empresas a nombrar a una persona determinada, es decir, a nombrar un porcentaje exacto de mujeres en su Consejo de Administración, es un modo de privar al empresario o a la sociedad de su libertad de contratación. Se trata de cuestiones de gran complejidad que hacen que los avances en esta materia sean lentos y que no generen las respuestas deseadas, por lo que puedan llegar a denominarse incluso fracasos.

#### **8.4.2 Análisis empírico sobre la recomendación 14 del código de buen gobierno y la diversidad de género en las sociedades del Ibex 35**

Con este estudio, se pretende analizar si la revolución normativa concentrada en el en los últimos años ha provocado un aumento en la cuota de representación femenina en las empresas españolas que cotizan en este mercado continuo.

Con este fin, se ha trabajado sobre tablas de datos Excel que permitan hacer una comparativa del cumplimiento de la recomendación según los datos de los IAGC de 2015 y 2016.

Recomendación 14			
	IBEX 35	2015	2016
Cumple		24	29
Cumple Parcialmente		8	5
No cumple		3	1

Tabla número 5: Grado de seguimiento de la recomendación 14 del CBG.

**Fuente de elaboración propia.**

El total de mujeres en los consejos de administración en 2015 ascendía a 83, manifestándose un pequeño aumento en el ejercicio siguiente en el que el número de mujeres en las 35 sociedades correspondía a 90. Es curioso, y también resulta interesante observar como esas 90 mujeres se reparten en los consejos en los distintos

tipos de cargos<sup>97</sup>, el gráfico número 3 evidencia una gran concentración del sector femenino en el cargo de consejeras independientes.

Tal y como ha quedado reflejado en los datos y tablas anteriores, de la muestra se aprecia que a medida que ha ido aumentando el número de mujeres en los consejos de administración, éstas se han ido concentrando en los cargos de consejeras independientes. Es probable, aunque solo una reflexión personal, que esta concentración se deba al carácter del cargo, ya que los consejeros independientes son miembros del consejo de administración que no representan a los grupos de accionistas que controlan y dominan una sociedad ni tampoco al equipo directivo de la entidad, y las sociedades al verse, por decirlo de alguna forma “presionadas” para incrementar su cuota hayan visto el camino más fácil dentro de estos puestos.



C. Ejecutivas	2
C. Otros externos	5
C. Dominicales	12
C. Independientes	71

Gráfico número 3: Clasificación por tipo de cargo de las mujeres en las sociedades del IBEX 35, en 2016.

**Fuente de elaboración propia.**

Es otra forma de verlo, pero también es cierto que este empuje a la diversidad o a la inclusión de mujeres en el ámbito del gobierno corporativo viene acompañado de forma paralela de una tendencia al aumento de los consejeros independientes en las sociedades, tanto en los consejos como en todas sus comisiones, provocando de alguna forma que este crecimiento en ambos haya coincidido y se haya convertido en un beneficio doble para la entidad, un aumento de mujeres y un aumento de independientes.

Ser independiente significa ser designado en atención a sus condiciones personales y profesionales, y que puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos<sup>98</sup>, y

<sup>97</sup> Ver página 25 y ss del presente documento (Epígrafe 3.1 Regulación y marco normativo del Consejo de administración).

<sup>98</sup> Ver artículo 529 duodecés. Categorías de consejeros. Ley de Sociedades de Capital 31/2014.

esto sin duda refleja que las mujeres están capacitadas para el cargo y que si ocupan esta posición es porque sus conocimientos profesionales son los exigidos.

Si bien, parece que hay una gran mayoría de compañías que cumplen con la recomendación del Código es importante distinguir entre, indicar que se cumple en el IAGC y realmente poseer una cuota representativa de mujeres.

Esta diferencia puede verse claramente en la siguiente tabla, en la que solo será necesario observar el último ejercicio publicado para comprobar que los porcentajes aún siguen siendo relativamente bajos:

ENTIDAD	NÚMERO DE CONSEJEROS	NÚMERO DE MUJERES	% de mujeres
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	18	6	33%
ACCIONA, S.A.	11	3	27%
ACERINOX, S.A.	17	2	12%
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.	21	2	10%
AENA, S.A.	16	3	19%
AMADEUS IT GROUP, S.A.	10	1	10%
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	17	3	18%
BANCO DE SABADELL, S.A.	15	2	13%
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	19	3	16%
BANCO SANTANDER, S.A.	16	6	38%
BANKIA, S.A.	12	1	8%
BANKINTER, S.A.	10	3	30%
CAIXABANK, S.A.	21	4	19%
CELLNEX TELECOM, S.A.	9	0	0%
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.	12	3	25%
ENAGAS, S.A.	13	3	23%
ENDESA, S.A.	11	1	9%
FERROVIAL, S.A.	13	1	8%
GAS NATURAL SDG, S.A.	24	3	13%
GRIFOLS, S.A.	13	4	31%
IBERDROLA, S.A.	15	5	33%
INDRA SISTEMAS, S.A.	14	2	14%
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	10	2	20%
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	14	3	21%
MAPFRE, S.A.	20	4	20%
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	13	1	8%
MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.	11	2	18%
MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	16	5	31%
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	13	4	31%
REPSOL, S.A.	17	1	6%
SACYR, S.A.	14	1	7%
SIEMENS GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA, S.A.	14	2	14%
TECNICAS REUNIDAS, S.A.	13	1	8%
TELEFONICA, S.A.	22	2	9%
VISCOFAN, S.A.	10	2	20%

Tabla número 6: Composición<sup>100</sup> de los consejos de las sociedades cotizadas en 2016.

Fuente de elaboración propia.

<sup>99</sup> El color amarillo, usado para subrayar los datos más llamativos, muestra tanto las entidades que poseen mayor cuota como la única sociedad que no posee ninguna mujer en su consejo; CELLNEX, S.A.

<sup>100</sup> Se tendrán en cuenta, para el cálculo, todos los consejeros y consejeras que hayan permanecido durante el ejercicio un mínimo de cuatro meses.

Resulta llamativo ver como el promedio de representación femenina es del 19%, siendo solo siete entidades las que superan el 30% exigido por el CBG. Destacando entre ellas dos<sup>101</sup> que poseen una cuota del 40% señal de un gran cambio social.

La pregunta que nos hacemos al ver estos datos es simple, ¿Cómo las entidades pueden declarar en sus informes que cumplen con la recomendación 14 si realmente el porcentaje que poseen de mujeres no alcanza ni de lejos el esperado?

Esto se debe a que la recomendación 14, se encuentra entre las que poseen varios apartados, y por ello, la CNMV considera como método para hacer pública la información el siguiente:

- Si cumples algunas de las indicaciones, aunque no cumplas la del porcentaje, se puede indicar que cumples parcialmente.
- Y el criterio más relevante para nuestro análisis es que, si la entidad considera, que aun no teniendo el porcentaje deseado ni acercarse a él, está poniendo los medios para lograr de ahora al 2020 un porcentaje de representación considerable, puede indicar que cumple la recomendación.

Este es el panorama real en España a día de hoy; una normativa que no obliga permitiendo los desequilibrios, una información que siendo lo más transparente que se exige no es fácilmente entendible, y un avance lento en una cuestión básica para el desarrollo de una sociedad moderna, y, una sociedad que sea reflejo de la educación que realmente queremos impartir. Estos son los conflictos sociales y las preguntas morales a las que se enfrenta la sociedad ahora mismo.

Junto a esto, se lanza otra de las cuestiones más controvertidas del momento; hay pocas mujeres en los altos cargos en comparación con los hombres, pero, y las que logran posicionarse,

- ¿Existe igualdad en términos remuneratorios?

Con los datos que hemos ido recopilando podríamos realizar una comparación general, que, aunque no de forma exacta ni concluyente, nos podrá ofrecer una visión genérica de la situación retributiva de consejeros y consejeras en las sociedades cotizadas españolas.

Como pudimos ver en la tabla número 6, actualmente la sociedad con mayor cuota de representación femenina es BANCO SANTANDER, S.A, por lo que sería la más adecuada para ser utilizada de muestra en esta comparativa. Esta entidad ha estado compuesta por un total de 16 consejeros y consejeras durante el ejercicio 2016, de los cuales 6 han sido mujeres; cinco con el cargo de consejeras independientes y una ejecutiva.

---

<sup>101</sup> ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A y BANCO SANTANDER, S.A.

Para poder contrastar los datos y obtener una conclusión lo más real posible, vamos a tener en cuenta únicamente a los consejeros independientes<sup>102</sup>, y dentro de la retribución vamos a considerar únicamente la remuneración total.

De esta forma, son cuatro las mujeres que ocupan el cargo de independientes, durante el ejercicio completo, y tres los hombres.

Cargo	Período	Retribución Devengada 2016
Independiente	01/01/2016 a 31/12/2016	721
Independiente	01/01/2016 a 31/12/2016	191
Independiente	01/01/2016 a 31/12/2016	254
Independiente	01/01/2016 a 31/12/2016	122
Independiente	01/01/2016 a 31/12/2016	219
Independiente	01/01/2016 a 31/12/2016	442
Independiente	01/01/2016 a 31/12/2016	235

103

Tabla número 7: Retribución Total, en miles de euros, de los consejeros independientes del BANCO SANTANDER, S.A, durante el ejercicio 2016.

**Fuente de elaboración propia.**

Puede observarse como la remuneración más alta dentro de los consejeros independientes se la lleva un hombre y la más baja corresponde a una mujer. No obstante, la diferencia más evidente entre ambos es la pertenencia a comisiones del consejo que es también un concepto retributivo<sup>104</sup>.

Finalmente, los datos no son concluyentes, pues es complejo establecer criterios que sean determinantes, y no podemos generalizar lo ocurrido en la entidad tomada como muestra con el resto de sociedades, así mismo, los datos reales son muy opacos lo que dificulta el estudio y requeriría una profunda investigación paralela que en este momento no es objeto del presente trabajo, aunque sí resultaría muy interesante como proyecto futuro.

<sup>102</sup> Pues la remuneración de los consejeros es distinta por su consideración de tales y por sus funciones ejecutivas (artículo 529 LSC).

<sup>103</sup> Las casillas coloreadas en rosa hacen referencia a las mujeres y las casillas azules hacen referencia a hombres. Los nombres de los consejeros han sido omitidos por privacidad, no obstante, pueden verse los datos en su correspondiente IARC.

<sup>104</sup> Ver informe anual de remuneraciones del BANCO SNATANDER, S.A. Publicado en la página web de la CNMV.

Personalmente considero que, para poder avanzar en materia de igualdad de género España requiere un cambio de mentalidad, sobre todo, en el mundo empresarial, considerando no solo aspectos económicos sino también éticos y morales. Pues las necesidades empresariales no son únicamente económicas sino también sociales, la eliminación de la discriminación beneficia a la sociedad y por tanto a la empresa. Una compañía que sepa adaptarse a los nuevos tiempos, es una compañía que podrá afrontar mejor cualquier reto.

Comparto el eslogan de la Asociación de Federaciones y Asociaciones de Empresarias del Mediterráneo (AFAEMME) “Las Empresas suelen desconocer el potencial de las mujeres y la pérdida de talento y de oportunidades que esto comporta”<sup>105</sup>, sin duda la falta de mujeres es una pérdida importante de talento, que más que un peso para la empresa, podría suponer un gran potencial de desarrollo y crecimiento.

Insistiré en que, a día de hoy, en España y en la Unión Europea, sigue abierto este debate, la sociedad sigue evolucionando rápidamente y exigiendo cambios normativos que respeten y expresen los principios básicos de nuestro sistema democrático.

La diversidad es un elemento objetivo en nuestra propia existencia y como tal, debe entenderse como una cuestión básica. No solo la diversidad de género, sino también la diversidad en materia de edades, raza, discapacidad o cualidades profesionales, todas ellas como una misión primordial de la comisión de nombramiento. Estoy segura de que las metas ya están puestas y todas serán tratadas con la misma importancia en el ámbito del buen gobierno corporativo.

## **9. DERECHO COMPARADO**

España como miembro de la Unión Europea está claramente influenciada por la normativa e iniciativas que se adoptan a nivel comunitario. Tanto la normativa como las recomendaciones sobre gobierno corporativo en España sigue un patrón similar al que siguen el resto de países miembros.

Concretamente las líneas que sigue el gobierno corporativo en casi toda Europa surgen en gran medida del informe Cadbury de 1992 en el Reino Unido.

Con el Derecho comparado como método de estudio de los distintos ordenamientos jurídicos, podemos lograr entender cómo ha evolucionado y en qué posición se encuentra el gobierno corporativo en España, en particular, en materia de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas.

---

<sup>105</sup> Conferencia Final del proyecto europeo “She Decides, You Succeed”, liderado por la Asociación de Federaciones y Asociaciones de Empresarias del Mediterráneo (AFAEMME), y que fue organizada por dicha entidad en colaboración con la Comisión Mujer y Empresa de Foment (2016).

## 9.1 EL GOBIERNO CORPORATIVO EN EUROPA

Principios fundamentales como el de cumplir o explicar, y prácticas habituales actualmente como la organización en comisiones o la separación de las funciones del presidente y el CEO, tienen su origen en este Informe Cadbury, que sirvió como base fundamental del Código de Gobierno del Reino Unido y de la mayor parte de los códigos europeos. En efecto, como afirmaba Blasco (2016)<sup>106</sup>, a diferencia de Estados Unidos, las reglas de buen gobierno corporativo en la UE se han regido hasta día de hoy por este principio, introducido en 1999 por sir Adrian Cadbury.

Desde entonces el GC en toda Europa fue desarrollándose y detallándose en distintos códigos de buenas prácticas. Sin embargo, aunque considerablemente desarrollados, la crisis financiera de 2008 demostró que el GC había fracasado, que, pese a las recomendaciones existentes, tanto consejeros como accionistas fueron incapaces de prever los riesgos a los que se enfrentaban. Por ello, la crisis financiera marcó un punto de inflexión en el GC, que se ha visto inmerso en multitud de cambios, con la idea de mejorar o detallar más concretamente aspectos del mismo que se creyeron causantes de los fracasos anteriores.

La respuesta europea fue el Libro Verde que publicó la Comisión Europea en junio de 2010 sobre la gobernanza de las instituciones financieras, seguido de otro Libro Verde en 2011 en el que se adopta una idea fundamental: el GC como pieza fundamental para el mercado único comunitario. En particular, y suscribo las palabras de Hernández (2015)<sup>107</sup> el libro verde proponía la competencia del supervisor en materia comprobar si, las explicaciones, recogidas en el IAGC de las compañías, eran suficientes y adecuadas. En el mismo se hace hincapié en la necesidad de diversidad profesional, internacional y de género, busca la protección del accionista minoritario, refuerza el principio de cumplir y explicar, incluso proponiendo sancionar los incumplimientos más graves de este principio cuestión ya recogida en la Ley de Mercado de Valores en España.

De esta forma, el GC ha ido siempre de la mano de Reino Unido, como ejemplo y modelo principal de buenas prácticas corporativas. A pesar, de estar en plena crisis comunitaria e inmersos en las negociaciones del Brexit, consideramos que la importancia que ha tenido este país a lo largo de la historia del GC, lo convierte en el más indicado para tomarlo como referente y realizar una comparativa con España que nos permita ser exigentes y críticos con nuestras carencias y necesidades de mejora.

Actualmente, el marco legal a nivel comunitario viene establecido por la Directiva 2013/34/UE, no obstante, y como punto más novedoso, todos los países miembros se

<sup>106</sup> Blasco, J.L. (2016). "Cumplir o explicar". El País opinión. Disponible en: [https://elpais.com/economia/2016/08/11/actualidad/1470909375\\_206614.html](https://elpais.com/economia/2016/08/11/actualidad/1470909375_206614.html) [5 de diciembre 2017].

<sup>107</sup> Hernández, R. (2015). La información societaria I: el informe de gobierno corporativo. Capítulo 25. Página 922-924. Gobierno Corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores. Thomson Reuters. Aranzadi.

verán inmersos en un nuevo marco normativo, pues en mayo de 2017 publicó el Parlamento Europeo la Directiva 2017/828<sup>108</sup>, y los Estados miembros tienen de plazo para transponerla hasta el 10 de junio de 2019. Esta directiva que sí afectará a España, no afectará a Reino Unido tras el Brexit.

El Parlamento Europeo pretende con esta Directiva fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas y aumentar la transparencia entre las sociedades cotizadas y los inversores, estableciendo requisitos concretos en materia de gestores de activos, asesores de votos (proxy advisors), transmisión de información, ejercicios de los derechos de accionistas y remuneraciones de los consejeros. Es posible que la Directiva provoque una nueva modificación en la LSC, pues los estados miembros deberán garantizar que se cumplen las pautas que establece.

En cuanto a las remuneraciones<sup>109</sup> podemos subrayar:

- Una política de remuneración votada por los accionistas en la junta general, como mínimo cada cuatro años o cuando haya un cambio importante.
- Una política que describa todos los componentes que forman la remuneración y explique sus proporciones.
- Plazos y duración de contratos señalados, y explicación de las medidas frente a conflictos de intereses.
- Un informe<sup>110</sup> claro y desglosado que detalle la remuneración del último ejercicio por cada administrador. La junta deberá aprobarlo y hacerlo público en la web durante diez años.

Como podemos observar, casi todos estos criterios ya se encuentran incluidos en las prácticas corporativas españolas, evidenciando que el gobierno corporativo español se encuentra en los niveles más altos europeos, incluso alcanzando a Reino Unido. Desde la reforma de la LSC para la mejora de gobierno corporativo, las exigencias legales en materia de remuneraciones posicionan a España muy por encima del resto de países europeos, por lo que considero que si nos mantenemos en la misma línea de exigencias el impacto de la nueva Directiva no será muy duro para nuestras sociedades.

---

<sup>108</sup> Directiva 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

<sup>109</sup> Ver publicación de la Directiva en el BOE, y ver artículo explicativo de Herbert Smith Freehills LLP <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=5e84c610-5672-4d04-865e-3596e343ac81>.

<sup>110</sup> La Ley 31/2014 ya añadió a la LSC un artículo sobre el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, de manera que las sociedades anónimas cotizadas de nuestro país deben elaborar y publicar anualmente un informe sobre remuneraciones de los consejeros que deberá incluir información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de los consejeros y en el que se ha de incluir un resumen global sobre la aplicación de la política de remuneraciones y el detalle de las remuneraciones individuales devengadas por todos los conceptos por cada uno de los consejeros durante el ejercicio cerrado.”

## 9.2 UN EJEMPLO DE ACTUALIDAD: LA NUEVA MODIFICACIÓN DEL CÓDIGO BRITÁNICO

El Código Británico no solo es relevante por su importancia a nivel internacional como modelo a seguir, sino también por haber sido revisado en profundidad actualmente. Por ello, resulta atractivo enfrentar y comparar las prácticas británicas con las españolas, para obtener una visión de plena actualidad de las exigencias sociales y los avances en GC.

El Financial Reporting Council (FRC)<sup>111</sup> es el encargado del proceso de revisión y busca como objetivo fundamental que Reino Unido logre alcanzar el nivel más alto en materia de GC. Para ello, están trabajando sobre un borrador que recoge modificaciones del actual código que permitan adaptar el texto a las realidades económicas actuales que se han ido poniendo de manifiesto en todas las consultas y debates realizados, con la idea de publicar el texto revisado y aprobado en 2018, de forma que sea aplicable en el ejercicio 2019.

FRC ha elaborado un cuestionario en el que explica los cambios introducidos y plantea preguntas a las entidades para que expresen si están de acuerdo con las nuevas prácticas recomendadas. Éstas deben remitir sus contestaciones al cuestionario hasta el 28 de febrero de 2018 y posteriormente se harán públicas.

El Código del Reino Unido marca dieciocho principios de buen gobierno y destacan cinco pilares fundamentales, que son: el liderazgo, la responsabilidad o rendición de cuentas, la remuneración, la efectividad y las relaciones con los accionistas. Los cambios más destacables son en relación a su estructura, buscando que el Código sea más breve y claro. Entre otras, han llevado las justificaciones de las recomendaciones al bloque de los principios donde explican los motivos por los que se recomiendan todas las prácticas. Al mismo tiempo, se hace hincapié en la importancia que tienen los principios y su vinculación a las distintas sociedades, dependiendo del modelo de negocios o de las estrategias sociales.

Los cambios más concretos están relacionados con:

- Los objetivos del consejo
- La división de responsabilidades
- La composición, sucesión y evaluación de los miembros
- El control interno y la comisión de auditoría
- Las remuneraciones de los consejeros

---

<sup>111</sup> Ver publicación de las consultas y el borrador de revisión del código en la página web del FRC. Disponible en: <https://www.frc.org.uk/consultation-list/2017/consulting-on-a-revised-uk-corporate-governance-co>.

### 9.3 COMPARATIVA DEL GOBIERNO CORPORATIVO ESPAÑOL Y EL BRITÁNICO EN MATERIA DE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS

No cabe la menor duda de que hay un revuelo mediático en torno a este tema, debido a la necesidad del país de mejorar su imagen frente a la polémica del Brexit.

Ejemplo de ello es la noticia que publicaba el periódico Vozpópuli el pasado mes de agosto; *Reino Unido se adelanta a la UE: las compañías publicarán la diferencia entre lo que cobra el presidente y un empleado* (Ortín 2017<sup>112</sup>).

Con esta noticia, se pone de manifiesto una de las recientes modificaciones que consistirá en que las compañías cotizadas en Reino Unido deberán publicar un ratio que marque la diferencia entre lo que cobra el primer ejecutivo y un empleado normal.

Como nos dice Ortín (2017) Reino Unido vuelve a adelantarse a la Unión Europea en cuanto a mayor intensidad en la normativa de remuneraciones. Theresa May confirmó que se introducirán nuevas leyes para exigir a ñas sociedades cotizadas en Reino Unido que publiquen anualmente y justificadamente la relación salarial entre los principales ejecutivos y su trabajador medio.

En este sentido, las compañías españolas que coticen en Reino Unido, como sería el caso de IAG, BBVA<sup>113</sup>, Telefónica o Santander<sup>114</sup>, también se verán afectadas por esta regulación. No obstante, su aplicación será únicamente en la filial británica de la sociedad española que tendrá que publicar la comparación entre lo que cobra el primer ejecutivo británico y el trabajador medio británico. Finalmente, aún es pronto para conocer cómo se verán afectadas las compañías hasta que no sea definitiva la publicación y aprobación de la normativa.

Los cambios en materia de remuneraciones han ocupado gran parte del debate, siendo varias las iniciativas que se han llevado a cabo para mejorar la eficacia de las prácticas de buen gobierno, entre ellas destacan:

- Se elimina la excepción de las sociedades pequeñas de tener una comisión formada por dos consejeros independientes, y la de que el presidente del consejo pueda ser miembro de la comisión de retribuciones.
- Se incluye un nuevo requisito de experiencia mínima de 12 meses en una comisión de retribuciones para el presidente de la misma.

---

<sup>112</sup> Ortín, A. (2017) "Reino Unido se adelanta a la UE: las compañías publicarán la diferencia entre lo que cobra el presidente y un empleado". *Vozpópuli-empresas* [en línea]. Disponible en [http://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/empresas/Iberia-publicar-Londres-diferencia-presidente-empleado\\_0\\_1058595256.html](http://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/empresas/Iberia-publicar-Londres-diferencia-presidente-empleado_0_1058595256.html) [10 diciembre 2017].

<sup>113</sup> En principio señala que sus acciones no tienen liquidez y pueden no verse afectados.

<sup>114</sup> En principio señala que los títulos que emiten son CDI y pueden no verse afectados.

- Se añade la responsabilidad de fijar la retribución de la alta dirección a la comisión de retribuciones.
- Se añade la función de supervisar la remuneración y política de trabajadores a la comisión de retribuciones.
- Se recomienda que los planes retributivos promuevan la participación de los consejeros ejecutivos en el accionariado para alinear los intereses a largo plazo de consejeros y accionistas.
- Pasa a ser de cinco años el plazo mínimo recomendado de devengo y diferimiento de los instrumentos financieros derivados de planes retributivos.
- Se recomienda que solo el salario básico sea pensionable y que el aumento del salario básico o cualquier otro cambio en la remuneración pensionable, o las tasas de aportación, en particular para los consejeros próximos a la jubilación, sean considerados y alineados con los planes de pensiones para el resto de trabajadores de la empresa.
- Se recomienda que la remuneración de los consejeros ejecutivos fomente los resultados a largo plazo de la compañía y la generación de valor, y que cuando se establezca la política retributiva, la comisión atienda a criterios de claridad, simplicidad, proporcionalidad y alineamiento cultural.

Si analizamos las recomendaciones recogidas en el Código español, podemos decir que las nuevas recomendaciones británicas son más concretas y específicas, siendo algunas novedosas, como: la inclusión de ratios comparativos, la experiencia mínima de 12 meses para el presidente de la comisión de retribuciones, o el aumento en el plazo mínimo de devengo. Sin embargo, en relación a los ratios, si es cierto que nueva Directiva europea ya se acerca en su artículo 9 ter en el que incluye la obligación de que el informe sobre remuneraciones contenga una variación anual de la remuneración media sobre una base equivalente, a tiempo completo, de los trabajadores para poder realizar comparaciones.

Como refleja el preámbulo de la LSC, “España ha compartido históricamente el convencimiento de la importancia de que las sociedades y, especialmente las cotizadas y las entidades financieras, cuenten con un buen gobierno corporativo”, y por ello los esfuerzos del legislador y el supervisor irán centrados en la constante mejora del mismo.

Y personalmente, me atrevo a asegurar que con la aprobación de la nueva normativa en Reino Unido se generará una onda expansiva al resto de países europeos, que intentarán, en la medida posible, unirse a estas tendencias con el fin de aumentar la competitividad global. Este contagio es en mi opinión una buena forma de llegar a un bien común, haciendo que los países sean cada vez más responsables, transparentes y económicamente competitivos.

## 10. LOS PROXI ADVISORS Y SU VINCULACIÓN CON LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS

En 2012 publicó la CNMV en su página web el Documento<sup>115</sup> elaborado por el grupo de expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles. La definición que utilizaron fue la siguiente; *“Los proxy advisors son entidades que prestan servicios a inversores, principalmente institucionales, de asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de acciones en sociedades cotizadas.”*

La demanda de los servicios de estas entidades tiene su origen en un ahorro de costes de asesoramiento. Entre los servicios prestados por los proxy advisors a los inversores institucionales<sup>116</sup> podemos encontrar distintas categorías, entre ellos, destaca como servicio principal la elaboración de informes dirigidos a los inversores institucionales en relación con el ejercicio del derecho de voto en las juntas de accionistas de las sociedades emisoras. Dentro de éstos, se centran en distintos aspectos como;

- La elaboración de informes dirigidos a los inversores institucionales que facilitan el ejercicio del voto en la junta general de accionistas de las sociedades en las que participan.
- La emisión de recomendaciones de voto con carácter general para las propuestas de acuerdo en cada junta de accionistas, con arreglo a las directrices diseñadas por el propio proxy advisor o a las directrices propias del inversor institucional.
- El análisis de la retribución de los consejeros ejecutivos y de los altos directivos y la emisión de los consiguientes informes o recomendaciones de voto.
- El diseño de directrices de voto específicas para inversores institucionales.

Esta figura a pesar de ser reciente está teniendo mucho auge en los mercados y aunque en España no tiene tanto peso como en otros países no deja de ser un tema de actualidad, y su relación con la remuneración de los consejeros es más que evidente debido a la importancia que tienen algunos dentro de las compañías en las que representan a accionistas con poder de voto en juntas.

Ejemplo de ello, es un caso ocurrido en EEUU, donde sí llevan ya unos años mostrando el poder de sus decisiones, y forzaron a un CEO de un banco a dimitir tras rechazar los

---

<sup>115</sup> Ver publicaciones de la CNMV.

<sup>116</sup> Grandes inversores que representan a diferentes tipos de instituciones, incluyendo compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión, fondos de cobertura, grandes dotaciones, etcétera.

accionistas su remuneración. Este caso nos lo mostraban Cerón y San Nicolás (2017)<sup>117</sup> en una publicación en el periódico CincoDías, contándonos que,

*“el voto negativo en 2012 hizo que el CEO de uno de los mayores bancos mundiales en Estados Unidos fuese forzado a dimitir después de que los accionistas rechazaran su remuneración. Otras empresas de numerosos sectores (farmacéuticas, aseguradoras, etc.) han pasado por situaciones similares”.*

La tendencia europea está siendo el aumento de las votaciones en contra de la política retributiva, aunque poco a poco, los inversores o grandes accionistas tienden a penalizar las malas prácticas corporativas. En numerosos casos guiados por el asesoramiento de los proxy advisor, especialmente en casos de inversores de largo plazo que apuestan por la estabilidad de la sociedad.

En la manera en la que las directrices e informes de los Proxy advisors se acerquen y apuesten por un mejor gobierno corporativo se convertirán en una figura más de apoyo y defensa de las buenas prácticas societarias. Concretamente, si entendemos que la retribución de los consejeros debe ser propuesta por éstos, pero aprobada por la junta general, estamos dejando en manos de los accionistas una decisión que requiere un conocimiento que cuánto más adecuado y profesional sea, mejores resultados tendrá para la sociedad, por ello ante situaciones de conflicto de intereses o dudas frente una política retributiva, las directrices de los proxy serían de gran importancia.

De forma que para las compañías mantener una correcta comunicación con los proxy advisors para mostrarles las ideas principales o las modificaciones en materia de política retributiva puede resultar muy beneficioso, ya que de esta forma los accionistas tendrán a su alcance toda la información, y lo más clara posible, antes de votar en una junta de accionistas.

Debemos hacer mención a su futura regulación por parte de la Directiva europea, en la que se detallaran ciertas pautas que marquen el desarrollo de las actividades de estos nuevos asesores, como sería exigencias a cerca de la publicación de informes de gestión o de explicaciones de la metodología utilizada en sus asesoramientos, entre otros.

---

<sup>117</sup> Cerón, M. y San Nicolás, M. (2017). “Los Proxy Advisors: cómo ayudan a mejorar las remuneraciones de los directivos”. CincoDías Tribuna. Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/20/legal/1497953070\\_712130.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/20/legal/1497953070_712130.html) 10 enero 2017].

## 11. CONCLUSIONES

Tal y como nos planteábamos al comienzo, todo cambio normativo surge como respuesta a preocupaciones sociales, y en este caso son evidentes los escándalos financieros que han ido empujando a accionistas e inversores a movilizarse para defender sus derechos. Sin embargo, cuando nos situamos ante tal hecho y buscamos el éxito del progreso, necesitamos preguntarnos no sólo por qué lo hacemos sino para qué lo hacemos.

**¿Qué impacto ha tenido la nueva normativa en las sociedades cotizadas? ¿Se cumplen las recomendaciones del Código de buen gobierno? Si es así, ¿El cumplimiento genera un valor añadido? ¿Qué aspectos positivos conlleva para la sociedad, sus accionistas y sus inversores?**

Estas fueron las cuestiones que nos hicimos al comenzar este Trabajo de Fin de Máster con el fin de entender los motivos de la reciente evolución normativa, y con este análisis en profundidad de un tema jurídico, el gobierno corporativo en materia de remuneración de consejeros, hemos ido dando respuestas.

En primer lugar, entendemos el gobierno corporativo como un conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa. Y como parte del Derecho mercantil, legisladores y supervisores han ido dándole forma, dedicándole una especial atención.

En estos últimos años nos hemos visto inmersos en un gran debate mediático sobre la retribución de los consejeros y directivos, por considerarla como una de las causas de la crisis financiera. En parte porque los sistemas de remuneración, y especialmente su elemento variable, provocó que se asumieran riesgos excesivos con consecuencias que no se preveían, evidenciando la necesidad de un cambio normativo y una mayor regulación. Consecuencias que tienden a ser aún más graves cuando hablamos de sociedades cotizadas, por lo que, debido a su importancia en la economía española y su impacto en el mundo financiero, la muestra utilizada para esta investigación ha sido las sociedades que cotizan en el Ibex 35.

El marco regulatorio español, en gobierno corporativo y, en particular, en relación con las remuneraciones de los consejeros, queda dividido en dos niveles notoriamente distados. Por un lado, las normas de obligado cumplimiento (hard law) contenidas en la Ley de Sociedades de Capital y en el resto de disposiciones legales aplicables en la materia, y por otro lado, las recomendaciones de carácter voluntario (soft law) recogidas en el Código de buen gobierno. Con 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 y la publicación del nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (aprobado en febrero de 2015), comienza a darse mayor importancia a

cuestiones como: el control de la transparencia en las juntas de accionistas, la composición, funcionamiento y evaluación de los consejos de administración, así como de la retribución de sus miembros, y, la diversidad de género, entre otros. El principio de “cumplir o explicar” en el que se fundamenta el Código de buen gobierno español implica la voluntariedad de cumplir las recomendaciones por parte de las sociedades cotizadas españolas. No obstante, también implica que las sociedades deben informar en sus Informes Anuales de Gobierno Corporativo sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno, y en su caso, explicar los motivos o prácticas por los que no cumple dicha recomendación. Los informes de los ejercicios 2015 y 2016 son los primeros que se elaboraron tras la modificación del Código.

La comparativa de ambos ejercicios, llevada a cabo en esta investigación, en relación al grado de seguimiento de las recomendaciones recogidas en el punto III.3.6 (56-64), nos ha permitido obtener una visión cuantitativa, obtenida del análisis empírico, y una visión crítica y más personal del estudio teórico y normativo de los datos. La síntesis de ambos, queda recogida en las siguientes conclusiones.

- I. Por regla general, el grado de seguimiento de las recomendaciones ha sido menor en el ejercicio 2016 frente al anterior. No obstante, la variación es mínima y se debe en gran parte a un reparto entre no aplicables y cumplimiento parcial, por lo que no debemos interpretarlo como falta de cumplimiento. Comparto la opinión de la CNMV, en su visión positiva del cumplimiento por parte de las cotizadas, entendiéndolo que, a pesar, de ser recientes estas recomendaciones las sociedades del Ibex 35 tienden a su acatamiento, reflejando que la cultura del buen gobierno corporativo va cada día más de la mano de la gestión empresarial.
- II. Las recomendaciones 56 y 57 son las que mayor grado de seguimiento presenta en ambos ejercicios. Concretamente, ambas responden en parte al fundamento básico del principio 25 de Código. Desde mi punto de vista, un sueldo vinculado a la evolución del negocio debe ir siempre combinado con las medidas necesarias para evitar que se asuman riesgos innecesarios o desproporcionados, es una de las bases fundamentales de una buena política retributiva. Estas medidas considero que deben responder a indicadores numéricos y que deberían siempre quedar detallados con ejemplos, con la idea de dar seguridad y no dar lugar a error, que por el contrario causaría en el remunerado una sensación de desmotivación que es justo lo contrario a lo que persigue un incentivo variable. De esta forma, además, no solo atraerá a buenos profesionales, sino que interesará a inversores del mercado que buscan la transparencia de la compañía. Esto, sumado a que la retribución variable se circunscriba a los consejeros ejecutivos, es otra cuestión, que, a mi parecer,

debería ser revisada para convertirse en parte del “hard law”, pues implica potenciar el carácter supervisor de los consejeros externos, evitando así conflictos de intereses futuros y asegurando que cumplen sus funciones bajo el cumplimiento de sus deberes como administradores.

- III. La recomendación menos seguida es la 63, referida a las cláusulas de reembolso. Entendemos que puede deberse a que, aunque no han incluido estas cláusulas en los contratos, y por ello no estarían cumpliendo. La explicación más generalizada en los informes es que la comisión de nombramientos y retribuciones si tiene la potestad para proponer al consejo de administración la cancelación del pago de la retribución variable ante tales circunstancias, sin embargo, me aventuraría a decir que esto requeriría una revisión. Simplemente porque a nivel internacional son cláusulas cada vez más demandadas por los grandes inversores y porque además su inclusión es obligatoria en el sector financiero, por tanto, carece de sentido que no se expanda al resto de sectores cuando supone mayor tranquilidad y confianza para los inversores y accionistas.
- IV. Las compañías que cotizan en la bolsa española se encuentran clasificadas por sectores en seis grupos principalmente. En promedio, el sector con mayor grado de seguimiento de las recomendaciones en 2016 y 2015 es el de Servicios Financieros e Inmobiliarios, y el sector Servicios de Consumo es el que presenta menor seguimiento en ambos ejercicios. Lo que evidencia este análisis es que posiblemente el sector financiero presente un cumplimiento mayor y diferenciado debido a que las exigencias normativas sobre retribuciones, en este bloque, son mucho más fuertes que en el resto. Una doble regulación por ser no solo entidades cotizadas sino también entidades financieras con un gran peso en la economía que requiere una mayor protección, con el fin de generar estabilidad en los mercados financieros y protección de los inversores.
- V. Los cambios en el capital flotante de las compañías suponen entradas y salidas de accionistas que invierten en la misma. Tras comparar ambos ejercicios se aprecia una disminución del capital flotante que incita a pensar que han entrado nuevos inversores apostando por la entidad, sin embargo, al no tratarse de un estudio econométrico sino un análisis descriptivo han quedado al margen factores determinantes, como los económicos, de forma que no podemos afirmar que exista un comportamiento estándar que demuestre que la entrada de accionistas sea reflejo de la confianza de los inversores en la compañía por sus buenas prácticas corporativas.

Por otro lado, en la modificación del Código de Buen Gobierno en el año 2015, la CNMV recomendaba contar con un 30% de mujeres en el consejo de administración en 2020. Y desde entonces, los datos han ido reflejando ciertos cambios en la composición de los consejos.

- VI. El total de mujeres en los consejos de administración en 2016 ascendía a 90, manifestando un pequeño aumento frente al año anterior.
- VII. A medida que ha ido aumentando la cuota de mujeres en los consejos de administración, éstas se han ido concentrando en los cargos de consejeras independientes. Como reflexión personal, puede deberse al carácter del cargo, ya que los consejeros independientes no representan a los grupos de accionistas que controlan y dominan una sociedad ni tampoco al equipo directivo de la entidad, y las sociedades al verse, por decirlo de alguna forma “presionadas” para incrementar su cuota, han podido ver el camino más fácil dentro de estos puestos. No obstante, ser independiente significa ser designado en atención a sus condiciones personales y profesionales, y que puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos, y esto sin duda refleja que las mujeres están capacitadas para el cargo y que si ocupan esta posición es porque sus conocimientos profesionales son los exigidos.
- VIII. En términos remuneratorios los datos no son concluyentes, pues es complejo establecer criterios que sean determinantes y no podemos generalizar lo ocurrido en la entidad tomada como muestra con el resto de sociedades. Así mismo, los datos reales son muy opacos lo que dificulta el estudio y requeriría una profunda investigación paralela que en este momento no es objeto del presente trabajo, aunque sí resultaría muy interesante como proyecto futuro.
- IX. Personalmente considero que la ausencia de mujeres conlleva una pérdida substancial de valores y de talento, propios de la condición femenina. Que se requiere un cambio de mentalidad en el mundo empresarial, que nos permita compartir una idea clave: “las mujeres a diferencia de poder ser una carga son una gran oportunidad para la empresa”. Necesitamos ese nuevo enfoque para lograr dar ejemplo a la sociedad, para comprometernos con la igualdad y con los principios fundamentales con los que queremos educar a los nuevos talentos.
- X. Cuando hablamos de perspectiva de género pedimos diversidad, la diversidad como muestra de igualdad en todos los sentidos, y por ello, no podemos

olvidar que también la diversidad en materia de edades, raza, discapacidad o cualidades profesionales, son ejemplos del buen gobierno corporativo.

Como miembro de la Unión Europea, España está visiblemente influenciada por la normativa e iniciativas que se adoptan a nivel comunitario, y especialmente las líneas que sigue el gobierno corporativo en casi toda Europa surgen en gran medida del informe Cadbury de 1992 en el Reino Unido.

- XI. El Gobierno corporativo británico sigue siendo un modelo a seguir a pesar de estar en plenas negociaciones del Brexit, y, en particular, ahora mismo se encuentra inmerso en la modificación del su Código con el objetivo fundamental de que Reino Unido logre alcanzar el nivel más alto en esta materia. Por ello tomarlo como referente para hacer una comparativa con los criterios españoles resulta ambicioso.
  
- XII. Si analizamos las recomendaciones recogidas en el Código español, podemos decir que algunas de las nuevas recomendaciones británicas son más concretas y específicas, siendo algunas novedosas. Una de las recientes modificaciones que consistirá en que las compañías cotizadas en Reino Unido deberán publicar un ratio que marque la diferencia entre lo que cobra el primer ejecutivo y un empleado normal. Modificación que, de forma similar, dejará de ser novedosa pues ya viene recogida en la Directiva (UE) 2017/828 y se convertirá en obligatoria de aquí a 2019 para todos los países europeos. Desde la reforma de la LSC para la mejor de gobierno corporativo, las exigencias legales en materia de remuneraciones están posicionando a España muy por encima del resto de países europeos, lo que me lleva a pensar que la Directiva europea no nos supondrá un impacto demasiado fuerte.

Por último, durante esta investigación hemos observado la presencia de una figura, que, a pesar de ser reciente, está teniendo mucho auge en los mercados convirtiéndose en un tema de actualidad. Éstos son los proxy advisors, definidos como entidades que prestan servicios a inversores, principalmente institucionales, de asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de acciones en sociedades cotizadas.

- XIII. Su relación con la remuneración de los consejeros es más que evidente debido a la importancia que tienen algunos dentro de las compañías en las que representan a accionistas con poder de voto en juntas. Entendemos que conforme las directrices de los proxy advisors se acerquen y apuesten por un mejor gobierno corporativo se convertirán en una figura más de apoyo y defensa de las buenas prácticas societarias. Como la retribución de los consejeros debe ser aprobada por la junta general, requiriendo un conocimiento adecuado y profesional de la materia, las directrices de los proxy

serían de gran importancia en casos complejos o en situaciones de conflictos de intereses, ya que de esta forma los accionistas tendrán a su alcance toda la información, y lo más clara posible, antes de votar en una junta de accionistas.

En definitiva, la nueva normativa ha tenido un impacto positivo en el entorno societario, reflejado en un alto grado de seguimiento del Código de buen gobierno. Desde mi punto de vista, es evidente que un inversor hace un examen global de la compañía en la que desea invertir y para ello, la tendencia está cambiando. Ahora no hablamos solo de un análisis de las perspectivas de negocio o de la rentabilidad sino de un cambio de mentalidad de los empresarios. Una búsqueda de valores o equilibrio, sobre todo, en materia de altos cargos y retribución de éstos. Con el impacto normativo se ha ido provocando que el inversor busque una relación equilibrada entre las cualidades y las cantidades en salarios y que este equilibrio quede reflejado en sus políticas retributivas como garantía.

- XIV. La transparencia es un pilar fundamental, de nada sirve si se aplica una buena política y no se muestra o si los datos son visibles, pero no son entendibles para los inversores. Ser transparente es ser accesible y es poder demostrar que la política salarial comparte la misma estrategia y objetivos de la compañía. Y solo de esta forma un mejor gobierno corporativo supondrá un valor añadido para los inversores, que, a su vez, generará un valor positivo para la compañía, en términos económicos.
- XV. Una atenta política retributiva y una gestión impecable de la comisión de retribuciones son piezas fundamentales para lograr una gobernanza segura y eficaz. Como propuesta futura me parece interesante y comparto la iniciativa por parte de la Comisión de elaborar una guía técnica<sup>118</sup> donde se detallen las directrices básicas para esta comisión, pautas que ayuden a realizar una labor más exitosa.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es un órgano esencial para el respeto y cumplimiento de las buenas prácticas corporativas, sólo centrando sus esfuerzos en la búsqueda de un gobierno de calidad puede hacer que España siga avanzando. Estamos en un momento de transición, y estos años hasta que la Directiva europea sea traspuesta son claves para posicionarnos.

Confío en que España es y será un país pionero que apuesta por la mejora en gobierno corporativo y por situarse en los escalones más altos. Aún el camino es largo, requiere esfuerzo y compromiso de todos, implica responsabilidad, trabajo y ganas, y solo así, seguiremos rompiendo barreras.

---

<sup>118</sup> El presidente de la CNMV, Sebastián Albella, anunció esta propuesta, el 29 de enero, en la presentación del programa directivo sobre Gobierno Corporativo del Instituto de Estudios Bursátiles (IEB) de Madrid.

## 12. BIBLIOGRAFÍA

### 12.1 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Blasco, J.L. (2016). “Cumplir o explicar”. *El País opinión*. Disponible en: [https://elpais.com/economia/2016/08/11/actualidad/1470909375\\_206614.html](https://elpais.com/economia/2016/08/11/actualidad/1470909375_206614.html) [5 de diciembre 2017].

Blog En Naranja de ING Direct (2012). “La importancia del IBEX para la economía española”. Disponible en: <https://www.ennaranja.com/economia-facil/la-importancia-del-ibex-para-la-economia-espanola/> [20 noviembre 2017].

Cadbury, S. A. (1992). “The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance”.

Cerón, M. y San Nicolás, M. (2017). “Los Proxy Advisors: cómo ayudan a mejorar las remuneraciones de los directivos”. *CincoDías Tribuna*. Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/20/legal/1497953070\\_712130.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/20/legal/1497953070_712130.html) [10 enero 2017].

Clancy, S. (2014). “The hidden reason women aren't making it to the top”. *Forbes*.

CNMV (2017). “Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Ejercicio 2016”. Disponible en: [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

CNMV. (2015). Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

CNMV. (2016). Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar».

Cohen, A. (2017). “¿Nuevos cambios normativos en materia de remuneración de administradores sociales?”. Publicado por ELDERECHO.COM LEFEBVRE. Disponible en: [http://www.elderecho.com/tribuna/mercantil/Normativa-remuneracion-administradores-sociales\\_11\\_1144555001.html](http://www.elderecho.com/tribuna/mercantil/Normativa-remuneracion-administradores-sociales_11_1144555001.html) [8 enero 2017].

De Carlos, L. (2015). “La sociedad cotizada”. Artículo de Uría Menéndez.

De Ros, R. (2015). *Práctica de Gobierno Corporativo: La reforma de la Ley de Sociedades de Capital y del Código de Buen Gobierno*.

Fernández-Armesto, J. (2003) “De Olivencia a Aldama”. Disponible en: <http://jfarmesto.com/wp-content/uploads/2016/01/2003-DeOlivenciaaAldama.pdf> [10 noviembre 2017].

Fernández-Armesto, J. (2016). “De Olivencia a Aldama”. Disponible en: <http://jfarmesto.com/wp-content/uploads/2016/01/2003-DeOlivenciaaAldama.pdf> [25 noviembre 2017].

G. Briano Turrent, E. Argente Linares y L. Rodríguez Ariza (2017). “La regulación sobre gobierno corporativo en Latinoamérica y España.” Universidad de Granada.

González, S. y Mascareñas, J. (1999) “*La globalización de los mercados financieros*”. Capítulo 3. La globalización del mercado financiero en los 90.

Herbert Smith Freehills LLP (2017). “Publicada la Directiva (UE) 2017/828 para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas” LEXOLOGY. Disponible en: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=5e84c610-5672-4d04-865e-3596e343ac81> [25 noviembre 2017].

Jordá, R. (2015). *Mejora del gobierno corporativo de sociedades no cotizadas*.

La Fundación de Ecología y Desarrollo (2009). Disponible en archivos: [www.ecodes.org](http://www.ecodes.org) [09 enero 2017].

La participación de la mujer en los consejos de administración de empresas del Ibex-35 (2009). *Revista de Humanidades*, vol 16,105-140.

Martínez-Echevarría, A. (2015). *Gobierno Corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*. Thomson Reuters. Aranzadi.

Ortín, A. (2017). “Reino Unido se adelanta a la UE: las compañías publicarán la diferencia entre lo que cobra el presidente y un empleado”. *Vozpópuli-empresas [en línea]*. Disponible en: [http://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/empresas/Iberia-publicar-Londres-diferencia-presidente-empleado\\_0\\_1058595256.html](http://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/empresas/Iberia-publicar-Londres-diferencia-presidente-empleado_0_1058595256.html) [10 diciembre 2017].

Pérez, F. (2017) “Los consejos de administración del Ibex se «aprietan el cinturón»”. *ABC Economía [en línea]*. Disponible en: [http://www.abc.es/economia/abci-consejos-administracion-ibex-aprietan-cinturon-201710150245\\_noticia.html](http://www.abc.es/economia/abci-consejos-administracion-ibex-aprietan-cinturon-201710150245_noticia.html) [10 noviembre 2017].

Pérez, G. (2007). “La ley de igualdad efectiva de mujeres y hombres: un paso adelante”. *Gaceta Sanitaria* vol. 21 num.5 Barcelona.

Roncero, A. (2015). *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*. Tomo II. Thomson Reuters. Aranzadi.

Ruiz, I. (2017). “Los ocho retos a los que se enfrentan los consejos de administración”. *CincoDías*. Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/21/legal/1498043330\\_406760.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/21/legal/1498043330_406760.html) [10 enero 2017].

Saiz, S. (2006). “Código Conthe, el texto de la discordia”. *Expansión*. Disponible en: <http://www.expansion.com/especiales/20aniversario/20economicos/conthe.html> [25 noviembre 2017].

Salvatierra y Gómez (2017) “El sueldo del consejero, a debate” *El País*. Disponible en: [https://elpais.com/economia/2017/06/16/actualidad/1497610868\\_836838.html](https://elpais.com/economia/2017/06/16/actualidad/1497610868_836838.html) [20 octubre 2017].

Sánchez-Silva, C. (2016) “La cuota rosa moderniza a las empresas europeas”. *El País*. Disponible en: [http://economia.elpais.com/economia/2016/05/29/actualidad/1464546827\\_832623.html](http://economia.elpais.com/economia/2016/05/29/actualidad/1464546827_832623.html) [09 enero 2017].

Solís Céspedes, J.L. (2006) “El Código Conthe: claves del buen gobierno”. *Estrategia Financiera*. Socio responsable del grupo de gobierno corporativo y gestión de riesgos de EY.

Tena Arregui, R. (2015). “Soft law y control de legalidad: el caso del gobierno corporativo”. *Revista Notario del siglo XXI*. Disponible en: <http://www.elnotario.es/opinion/opinion/4154-soft-law-y-control-de-legalidad-el-caso-del-gobierno-corporativo> [25 noviembre 2017].

Tercer informe de las mujeres en los Consejos del Ibex’35 del Centro Nacional de Trabajo y Familia (2016).

Klaus, J. (2010). *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores*.

## 12.2 NORMATIVA APLICABLE

Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres. «BOE» núm. 71, de 23 de marzo de 2007

Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible

Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio.

Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito.

Circular n.º 4/2011, de 30 de noviembre. Entidades de crédito. Modificación de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero.

Ley 3/2012, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral.

Orden ECC/461/2013 sobre el informe anual de gobierno corporativo.

Directrices de la European Securities and Markets Authority (ESMA) 3 de junio de 2013.

Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras.

Ley 31/2014 de sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo.

Ley 10/2014 de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito.

Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (febrero 2015).

El Real Decreto 84/2015 de 13 de febrero. Desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Guía técnica de la CNMV, de 2016, respecto al principio de cumplir o explicar.

Directiva 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

### **12.3 JURISPRUDENCIA**

Sentencia número 441/2007, de 24 de abril, Sala Primera del Tribunal Supremo.

Sentencia número 448/2008, de 29 de mayo, Sala Primera del Tribunal Supremo.

Sentencia número 893/2012, de 19 de diciembre de 2011, Sala Primera del Tribunal Supremo.

Sentencia número 412/2013, de 18 de junio, Sala Primera del Tribunal Supremo.

Sentencia número 411/2013, de 25 de junio, Sala Primera del Tribunal Supremo.