

**CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO:  
UN ANÁLISIS COMPARATIVO.  
ESPECIAL INCIDENCIA EN EL CASO ESPAÑOL**

**Luis Ferruz Agudo, Isabel Marco Sanjuán, Isabel Acero Fraile**  
**Universidad de Zaragoza**

**Agradecimientos**

Los autores deseamos expresar nuestro agradecimiento por el apoyo financiero dispensado por el Ministerio de Educación y Ciencia por la concesión de los proyectos de investigación SEJ2006-04208 y ECO2009-09623, así como a la Universidad de Zaragoza por la concesión del Proyecto de Investigación UZ2008-SOC-12. Igualmente nos gustaría agradecer el contrato de investigación concedido por FUNDEAR, Fundación Economía Aragonesa.

Reseñar obviamente que cualquier error contenido en el presente trabajo es por supuesto responsabilidad única y exclusiva de sus autores.

**1. INTRODUCCIÓN**

El papel del denominado Gobierno Corporativo o Gobierno de las empresas, ha adquirido gran relevancia en las últimas décadas tanto a nivel nacional como internacional. Los distintos escándalos financieros que han tenido lugar en los últimos años (caso Enron, Parmalat, Tyco, WorldCom, Lehman Brothers, Madoff, AIG...), han generado una creciente preocupación en esta área, lo cual ha desencadenado el desarrollo de diversas recomendaciones y regulaciones sobre Gobierno Corporativo que se han plasmado en distintos Informes en el contexto internacional. Es por ello que

desde los años noventa se viene observando una importante tendencia en el desarrollo de los denominados Códigos de conducta o de buenas prácticas a nivel mundial [1].

Tal y como definen Weil et al. (2002), *“un Código de Gobierno Corporativo es un conjunto de principios no obligatorios, estándares o buenas prácticas, formulados por un determinado colectivo y relacionados con el Gobierno interno de las organizaciones”*. Suele estar formado por recomendaciones o sugerencias sobre la conducta de las corporaciones y de sus miembros y generalmente se parte del supuesto de que el mercado valorará positivamente su cumplimiento y que por tanto motivará a las compañías a seguirlo.

Aunque cada uno de los Códigos existentes en los diferentes países cuenta con unas características propias, existen algunas recomendaciones comunes en la mayoría de los mismos. En muchos de ellos se recomienda que se incluya un número determinado de Consejeros externos para garantizar la independencia de los órganos de gobierno, que el tamaño del Consejo no sea demasiado grande, que las remuneraciones de los directivos no sean fijas sino que estén en relación con los rendimientos de los accionistas, que el rol del Presidente y del CEO (Chief Executive Officer) recaiga en personas distintas, etc. (Fernández et al. 2004). No obstante, como se mostrará en los epígrafes siguientes, también existen peculiaridades entre las diferentes recomendaciones.

En este contexto, en el año 2002 Weil et al., en relación con la European Association of Securities Dealers (EASD) y la European Corporate Governance Network (ECGN) y en nombre de la Comisión Europea, realizaron un extenso estudio comparativo sobre los principales Códigos de Gobierno Corporativo relevantes para la Unión Europea (UE) y para sus estados miembros, incorporando en su muestra de estudio aquellos códigos que habían sido elaborados hasta dicha fecha. Así, en línea con dicha investigación, el presente estudio pretende realizar un análisis comparativo más actualizado, deteniéndose fundamentalmente en aquellos aspectos que se han considerado más representativos, con el objetivo de poner de relevancia los aspectos comunes y las diferencias en las prácticas de Gobierno Corporativo europeas.

El objetivo por tanto del presente trabajo es realizar un análisis comparativo de carácter descriptivo, realizando por un lado una comparación de los Códigos o normativas

actuales vigentes, señalando las principales diferencias existentes entre los países analizados; y por otra parte, revisando la evolución de las distintas recomendaciones o normativas que han tenido lugar en los principales países en esta materia, identificando las modificaciones más relevantes que se hayan ido incorporando en alguno de ellos.

Para ello, los contenidos del trabajo se estructuran del siguiente modo: en el apartado 2 se realiza una breve revisión de la literatura que se ha considerado más relevante en este ámbito, la cual avala la necesidad de investigar sobre las cuestiones de gobierno corporativo en las últimas décadas. En el punto 3 se desarrolla el análisis comparativo efectuado entre la muestra de códigos de buen gobierno seleccionada, mostrándose en el último apartado las principales conclusiones y reflexiones derivadas de la investigación, así como futuras líneas de investigación.

## **2. REVISIÓN DE LA LITERATURA Y ANTECEDENTES DEL TEMA**

La preocupación por cuestiones pertenecientes al ámbito de la responsabilidad social y el gobierno corporativo, ha despertado un creciente interés en el mundo académico, lo cual se ha reflejado en un creciente número de publicaciones en esta área, que tratan de afrontar el problema del gobierno corporativo y la responsabilidad social desde diversas perspectivas. Así, en línea directa con el análisis realizado en el presente trabajo, se encuentra el estudio de Weil et al. (2002) citado anteriormente, que abarca una extensa muestra de países y Códigos ofreciendo un análisis muy detallado al respecto. No obstante, existen otros trabajos que plantean la cuestión desde una perspectiva más general, reflexionando sobre el papel del Gobierno Corporativo y los diversos modelos implantados en los países [Reaz y Hossain (2007) y Taliento (2007)]. Concretamente, los primeros autores realizan un estudio comparativo sobre el Gobierno Corporativo en el contexto mundial diferenciando cuatro sistemas: anglosajón, alemán, latino y japonés; mientras que Taliento (2007) establece una comparación entre el modelo corporativo anglosajón-americano y el sistema alemán-latino-japonés.

Por otro lado, otros autores se han centrado en el estudio de un determinado mercado analizando con detalle diversas cuestiones relacionadas con el Gobierno Corporativo. Ejemplo de ello son los trabajos realizados por Hermes et al. (2006), Cheung et al. (2007), McGunable (2007), Tipuric et al. (2007), Okike (2007), etc. en los cuales se

muestra una revisión del estado del Gobierno Corporativo en diferentes economías y mercados (Europa, Hong Kong, China, Croacia, Nigeria, etc.) y en algunos casos también se reflexiona sobre la relación entre Gobierno Corporativo y la *performance* empresarial.

Pero dentro del Gobierno Corporativo, el estudio de los Códigos de Buen Gobierno ha suscitado un gran interés investigador como lo demuestran los trabajos de Von Rossen (2007), Bilbao y Rúa (2007), Calzada (2007), Banegas et al. (2006), Fernández (2006), Rodríguez, F. (2006), Urrutia (2006), Cuevas (2006), Gómez y Fernández (2003), Fernández y Gómez (2002), Pass (2006), Mallin (2003), etc. que analizan el impacto o aplicación de los diversos Códigos nacionales (mercado alemán, español y británico respectivamente). Asimismo, la normativa en el mercado americano, que a través de la Sarbanes-Oxley es de aplicación obligatoria, también ha recibido atención por parte del mundo académico. Por ejemplo, Chhaochharia y Grinstein (2007) analizan el impacto de la ley Sarbanes-Oxley (SOX) en EE.UU. sobre la valoración de las compañías en el mercado, mientras que Canary y Jennings (2008) analizan y comparan una muestra de códigos éticos y de conducta en el periodo temporal previo y posterior a dicha ley. [2]

Como queda patente con la revisión anterior, muchos autores están interesados en la repercusión de la aplicación de los Códigos de Buen Gobierno de sus países, por lo que consideramos interesante la realización del presente análisis comparativo, cuyo objetivo es mostrar una visión descriptiva general de las principales recomendaciones publicadas en el entorno europeo reflexionando sobre las semejanzas y diferencias entre cada una de ellas.

No obstante, no sólo se ha centrado la preocupación de los investigadores en las implicaciones del gobierno corporativo en general, sino que algunos autores han mostrado su interés en aspectos concretos dentro del área del buen gobierno. Así, Carrasco y Laffarga (2007) y Giménez (2005 y 2007) se preocupan del estudio de la diversidad de los Consejos de Administración, y en concreto de la diversidad de género en las empresas españolas; Schwartz et al. (2005) reflexionan sobre el papel de los Consejeros en el Gobierno Corporativo de las entidades y en los resultados empresariales; Rodríguez M.C.(2006) y Vera-Muñoz (2005) analizan el papel de los Comités de Auditoría y su efectividad en un contexto de reformas de gobierno

corporativo, Mae y Yong (2005) reflexionan sobre los paquetes de compensación de los Consejeros prestando especial atención a la retribución del CEO, etc. Por ello, en el análisis que se expone a continuación, se han analizado aquellos elementos de los Códigos que se ha considerado que tienen una mayor relevancia, como por ejemplo las funciones encomendadas a los Consejos de Administración y su composición, la retribución de los Consejeros, la figura del CEO y el Presidente, etc.

### **3. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS CÓDIGOS DE GOBIERNO CORPORATIVO**

#### **3.1. BASE DE DATOS**

Para la realización del estudio y la consecución de los objetivos anteriormente expuestos, hemos tomado como elementos de análisis los diferentes Códigos y normativas existentes en los diversos países objeto de estudio. Como ha quedado reflejado en los apartados anteriores, son muchos los países que han decidido poner en práctica distintos Códigos de Buen Gobierno, dirigidos principalmente a las compañías cotizadas como medida de garantía de una correcta actuación de las mismas y de sus responsables.

Antes de iniciar el análisis comparativo, es necesario presentar los países y Códigos que hemos analizado a lo largo del documento. Aunque nos hemos centrado en el entorno europeo, hemos considerado interesante incorporar también a EE.UU. ya que se puede considerar uno de los países pioneros en esta materia. Así por tanto, se han incluido en el análisis a EE.UU., Reino Unido, Alemania, Bélgica, Holanda, Francia y España. Asimismo se han tenido en cuenta para el estudio algunas de las recomendaciones elaboradas por organismos a nivel internacional como es el caso de los principios desarrollados por la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), IOSCO (International Organization of Securities Commissions) y EASD (European Association of Securities Dealers). Aunque existen otros países europeos (Portugal, Italia, Grecia...) que también han elaborado documentos sobre buen gobierno, nos hemos centrado en los países citados anteriormente, ya que en cierto modo representan las potencias europeas de mayor tamaño y por tanto con mayor relevancia e impacto.

Como se recoge en la Tabla 3.1., ha existido una fuerte actividad en la publicación de Códigos de Gobierno Corporativo en los últimos años, siendo numerosas las recomendaciones elaboradas. Por ello, debido a que en muchas ocasiones se realizan adaptaciones y evoluciones de los Códigos ya existentes y se elaboran nuevas versiones que incluyen las anteriores, en el presente trabajo haremos principalmente referencia a los Informes más actuales que se encuentran vigentes, considerando no obstante otros más antiguos siempre y cuando incorporen algún aspecto relevante que sea interesante mencionar. Así se incluye en la Tabla 3.2. un listado por países, mostrando solamente los Códigos analizados en este estudio, indicando el año de publicación así como su denominación y el Presidente o responsable de las Comisiones encargadas para la elaboración de los mismos.

**Tabla 3.1. Códigos publicados por país/organismo y año**

PAÍS	AÑO	NOMBRE DEL INFORME
<i>ESPAÑA</i>	1996	Círculo de Empresarios
	1998	Código de Buen Gobierno: Informe Olivencia
	2003	Informe Aldama
	2004	Decálogo del Directivo
	2004	IC-A*: Principios de Gobierno Corporativo
	2006	Código Unificado sobre Buen Gobierno: Informe Conthe
	2006	Código Ético para las compañías
		* Instituto de Consejeros-Administradores
<i>FRANCIA</i>	1995	Informe Vienot I
	1998	Recomendaciones sobre gobierno corporativo
	1999	Informe Vienot II
	2002	Promocionando un mejor gobierno corporativo en las sociedades cotizadas
	2003	El Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas
	2004	Recomendaciones sobre el gobierno de la empresa
	2008	Recomendaciones sobre el gobierno de la empresa (versión 2008) [3]
<i>REINO UNIDO</i>	1992	Informe Cadbury (Los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo)
	1995	Informe Greenbury (Grupo de Estudio sobre la Remuneración de los Directivos)
	1998	Código Hampel
	1999	Control Interno: Guía para Directores sobre el Código Combinado (Informe Turnbull)
	1999	The KPMG Review: Control Interno-Una Práctica Guía
	1999	Informe Hermes* sobre Principios Internacionales de Voto

	2000	El Código Combinado: Principios sobre Buen Gobierno y Código de Buenas Prácticas
	2001	Código de Buenas Prácticas
	2002	Revisión del papel y eficacia de los consejeros no-ejecutivos
	2002	Principios Hermes
	2002	Las Responsabilidades de los Accionistas y Agentes Institucionales – Principios
	2003	Informe Higos: Revisión del papel y eficacia de los consejeros no-ejecutivos
	2003	Comisiones de Auditoría – Guía Código Combinado (Informe Smith)
	2003	El Código Combinado sobre Gobierno Corporativo
	2004	Gobierno Corporativo: Una Guía Práctica
	2005	Buen Gobierno: El Código de Gobierno para el Sector Voluntario
	2005	Gobierno de los Planes de Pensiones – adaptarse al siglo XXI: A Discussion Paper from the NAPF**
	2005	Control Interno: Guía revisada para Directores sobre el Código Combinado
	2006	Sugerencias de Buenas Prácticas del Informe Higos
	2006	Código Combinado sobre Gobierno Corporativo
	2007	Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity
	2008	Código Combinado sobre Gobierno Corporativo (revisado 2008)
		* Hermes es una sociedad gestora de fondos
		** National Association of Pension Funds
<b>HOLANDA</b>	1997	Informe y Recomendaciones Peters sobre Gobierno Corporativo en Holanda
	2000	Gobierno Corporativo en el Sector Público
	2001	SCGOP* Handbook of Corporate Governance
	2003	Borrador sobre Código de Gobierno Corporativo
	2003	El Código Holandés de Gobierno Corporativo (Código Tabaksblat)
	2004	SCGOP Handbook of Corporate Governance 2004
	2008	Dutch corporate governance code
<b>ALEMANIA</b>	1998	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (Kon TraG)
	1998	DSW* Guidelines
	2000	Reglas de Gobierno Corporativo para las sociedades alemanas cotizadas
	2000	Código Alemán de Gobierno Corporativo**
	2001	Informe de la Comisión Baums
	2002	El Código de Gobierno Corporativo Alemán (Código Cromme)
	2003	Enmienda al Código de Gobierno Corporativo Alemán – Código Cromme

	2005	Código de Gobierno Corporativo para Compañías de Gestión de Activos	
	2005	Enmienda al Código de Gobierno Corporativo Alemán – Código Cromme	
	2006	Enmienda al Código de Gobierno Corporativo Alemán – Código Cromme	
	2007	Código alemán de gobierno corporativo – enmienda 2007	
	2008	Código alemán de gobierno corporativo – enmienda 2008	
		* Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.	
		** German Code of Corporate Governance (GCCG)	
<b>BÉLGICA</b>	1998	Recomendaciones sobre Gobierno Corporativo	
	1998	Gobierno Corporativo para compañías belgas cotizadas (Código Cardon)	
	1999	Guía para la Información sobre Gobierno Corporativo	
	2000	Obligaciones del Director	
	2004	Borrador del Código Belga de Gobierno Corporativo	
	2004	Código Belga de Gobierno Corporativo (Código Lippens)	
	2005	Código Buysse: Gobierno Corporativo para compañías no-cotizadas	
	2008	Borrador del Código belga de Gobierno Corporativo de 2009	
<b>OCDE</b>	1999	Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*	
	2004	Texto Revisado del Borrador: Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE	
	2004	Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE	
	2004	Borrador de la Guía sobre Gobierno Corporativo de las Empresas propiedad del Estado	
	2005	Guía sobre Gobierno Corporativo de las Empresas propiedad del Estado de la OCDE	
			*OCDE: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico
<b>EUROPA</b>	1995	Gobierno Corporativo en Europa	
	1997	Sound Business Standards and Corporate Practices: A Set of Guidelines	
	2000	Guía de Gobierno Corporativo 2000	
	2000	Principios y Recomendaciones de EASD*	
	2000	Guía sobre Gobierno Corporativo de Euroshareholders 2000	
	2002	Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europa	
			* EASD: European Association of Securities Dealers
<b>IOSCO*</b>		Declaración de Principios:	
	2002	- Principles for Ongoing Disclosure and Material Development reporting by Listed Entities	
		- Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in MoNitoring and Auditor's Independence	
		- Principles for Auditor Oversight	
		* IOSCO: International Organization Of Securities Commissions	
<b>EE.UU.</b>	1997	Declaración sobre Gobierno Corporativo	
	1999	Principios Generales sobre Gobierno Corporativo	



2000	TIAA-CREF* Declaración sobre Gobierno Corporativo
2001	Informe de la Comisión NACD** Blue Ribbon sobre Profesionalidad Directiva
2002	Principios de Gobierno Corporativo: Análisis y Recomendaciones
2002	Políticas Centrales, Principios Generales, Posiciones y Notas Explicativas
2002	Principios de Gobierno Corporativo
2002	Corporate Governance Rule Proposals
2002	Sarbanes-Oxley Act
2003	Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations. Part 2: Corporate Governance
2003	Restoring Trust – The Breeden Report on Corporate Governance for the Future of MCI, Inc.
2003	Final NYSE*** Corporate Governance Rules
2004	Asset Manager Code of Professional Conduct
2007	TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance
2008	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA
* TIAA-CREF: Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund	
** NACD: Nacional Association of Corporate Directors	
*** NYSE: New York Stock Exchange	

Fuente: European Corporate Governance Institute y elaboración propia

**Tabla 3.2. Códigos e Informes de Buen Gobierno analizados en el trabajo**

PAÍS	AÑO	NOMBRE DEL INFORME	PERSONA INSTITUCIÓN RESPONSABLE
<i>ESPAÑA</i>	1998	Código de Buen Gobierno: Informe Olivencia	Manuel Olivencia Ruiz
	2003	Informe Aldama	Enrique Aldama y Miñón
	2006	Código Unificado sobre Buen Gobierno: Informe Conthe	Manuel Conthe Gutiérrez
<i>FRANCIA</i>	1995	Informe Vienot I	Marc Vienot
	1999	Informe Vienot II	Marc Vienot
	2003	El Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas	AFEP-MEDEF*
		* AFEP-MEDEF: Association Française des Entreprises Privés-Mouvement des Entreprises de France	
<i>REINO UNIDO</i>	1992	Informe Cadbury (Los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo)	Adrian Cadbury
	1995	Informe Greenbury (Grupo de Estudios sobre la Remuneración de los Directivos)	Richard Greenbury
	1998	Código Hampel	Ronnie Hampel

	2006	Código Combinado sobre Gobierno Corporativo	Financial Council	Reporting Council
	2008	Código Combinado sobre Gobierno Corporativo (revisado 2008)	Financial Council	Reporting Council
<b>ALEMANIA</b>	2000	Reglas de Gobierno Corporativo para las sociedades alemanas cotizadas	Theodor Baums	
	2006	Enmienda al Código de Gobierno Corporativo Alemán – Código Cromme		
	2007	Enmienda al Código de Gobierno Corporativo Alemán – Código Cromme		
	2008	Enmienda al Código de Gobierno Corporativo Alemán – Código Cromme		
<b>BÉLGICA</b>	2004	Código Belga de Gobierno Corporativo (Código Lippens)	Maurice Lippens	
	2005	Código Buysse: Gobierno Corporativo para compañías no-cotizadas	Baron Buysse	
	2008	El Código Belga sobre Gobierno Corporativo (borrador para 2009)	Maurice Lippens	
<b>HOLANDA</b>	1977	Informe y Recomendaciones Peters sobre Gobierno Corporativo en Holanda	J.F.M. Peters	
	2003	El Código Holandés de Gobierno Corporativo (Código Tabaksblat)	Morris Tabaksblat	
	2008	Dutch Corporate Governance Code	Comisión presidida por J. Frijns	
<b>EE.UU.</b>	2003	Final NYSE Corporate Governance Rules	New York Stock Exchange (NYSE)	
	2008	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA	National Association of Corporate Directors (NACD)	
<b>OCDE*</b>	1999	Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE	OCDE	
	2004	Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE	OCDE	
		* OCDE: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico		
<b>EUROPA</b>	2000	Principios y Recomendaciones de EASD*	EASD	
	2000	Guía sobre Gobierno Corporativo de Euroshareholders 2000	Euroshareholders	
	2002	Report of High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Frame work for Company Law in Europe	Jaap Winter	
		* EASD: European Association of Securities Dealers		
<b>IOSCO*</b>	2002	Declaración de Principios:	IOSCO	

		- Principles for Ongoing Disclosure and Material Development reporting by Listed Entities	
		- Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in MoNitoring and Auditor's Independence	
		- Principles for Auditor Oversight	
		* IOSCO: International Organization Of Securities Commissions	

Fuente: European Corporate Governance Institute y elaboración propia.

### 3.2. ANÁLISIS COMPARATIVO

La mayoría de los Códigos sobre Buen Gobierno tratan aspectos similares, centrándose por ejemplo en las funciones de los Consejos de Administración, en la composición de los órganos de gobierno, en la existencia o no de otras Comisiones especiales de apoyo al Consejo, etc., lo cual puede ser lógico ya que el objetivo de todos ellos es compartido: mejorar el gobierno corporativo de las organizaciones así como la transparencia en estas cuestiones. En muchos de los casos se observa que las recomendaciones son similares en los distintos países aunque no necesariamente coincidentes. Por ello, a continuación se expone una comparativa de aquellos apartados que se consideran centrales o de mayor relevancia en la elaboración de estos Códigos, mostrando el tratamiento que realiza cada uno de los países sobre ellos, profundizando con mayor detalle en el caso español. Los puntos que se han analizado han sido seleccionados por ser comunes a la mayoría de los códigos así como por ser cuestiones que se han considerado trascendentes en el análisis del gobierno corporativo. En la tabla 3.3. se indican cada uno de los aspectos evaluados [4]:

**Tabla 3.3. Aspectos analizados en cada uno de los Informes**

ASPECTO ANALIZADO	OBSERVACIONES
<i>Voluntariedad versus Obligatoriedad de las Recomendaciones o Normativas tanto en cumplimiento como en información</i>	Se observa que en la mayoría de los casos el seguimiento de las recomendaciones es voluntario siendo obligatorio, no obstante, informar de ello, indicando el grado de cumplimiento o no de las medidas propuestas, aplicándose por tanto el

	principio denominado <i>comply or explain</i>
<i>Organizaciones a las que se dirige</i>	Se comprueba que en la mayoría de las ocasiones los Códigos se dirigen a las compañías cotizadas, aunque en algunos casos se introducen también algunas excepciones y/o ampliaciones
<i>Principales funciones asignadas al Consejo de Administración</i>	Respecto a este apartado trataremos de exponer las responsabilidades más relevantes que cada uno de los Códigos otorga a sus Consejos
<i>Composición del Consejo Administración</i>	Para analizar este punto se han tenido en cuenta el número total de Consejeros, el número o porcentaje de Consejeros externos tanto dominicales como independientes, así como el tratamiento otorgado a la diversidad de género en los Códigos
<i>Comisiones especiales de apoyo al Consejo de Administración</i>	Muchos de los Informes sobre Gobierno Corporativo recomiendan la creación de diversas Comisiones delegadas de los Consejos, por lo que resulta interesante analizar los diversos tipos de comisiones creadas, sus funciones, su composición...
<i>Presidente versus CEO</i>	Tras el análisis comparativo se observa que no existe un claro consenso sobre la preferencia por la separación o unión de las funciones de los máximos responsables de la sociedad (Presidente y CEO). A pesar de ello, los Códigos sobre Buen Gobierno sí suelen reflexionar sobre este dilema decantándose en ocasiones por una de las dos opciones.
<i>Retribuciones de los Consejeros</i>	Tanto las políticas retributivas aplicadas, como la composición de las remuneraciones ofrecidas o la transparencia informativa de estos aspectos, son elementos incluidos en muchas de las recomendaciones sobre Gobierno Corporativo y que merecen especial atención
<i>Audidores externos</i>	Para garantizar la independencia de las firmas auditoras, algunos Informes introducen recomendaciones sobre el tipo de relaciones que debe mantener la empresa con sus auditores, atendiendo a los honorarios pagados, los servicios de no-auditoría recibidos, etc.
<i>Participación en otros Consejos</i>	Los Consejeros deben poder desempeñar su cargo sin que otro tipo de obligaciones o responsabilidades

profesionales se lo impida; por lo que en ocasiones los Códigos aconsejan limitar el número de Consejos de otras empresas en los que puede participar un Consejero para mantener aseguradas su lealtad e independencia.

**Fuente: Elaboración Propia**

A continuación pasamos a tratar cada uno de los puntos anteriores con mayor detenimiento. Para su desarrollo se ha optado en primer lugar por comentar las recomendaciones de cada uno de los tres Códigos españoles sobre estas cuestiones, comparándolos con los Códigos sobre Buen Gobierno más actuales vigentes en el resto de países analizados. Asimismo se incluye una tabla resumen al final de cada uno de los puntos analizados para facilitar su comprensión.

### **3.2.1. Voluntariedad versus Obligatoriedad de las Recomendaciones o Normativas: cumplimiento e información**

En este apartado trataremos de analizar si las pautas establecidas en los distintos Códigos se considera que son de carácter voluntario u obligatorio. Asimismo, en algunos casos observaremos que no se exige el cumplimiento de las propuestas de los Códigos pero sin embargo sí que se exige que se informe sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones.

Comenzaremos con el caso español, observando el tratamiento de este punto en los tres Informes elaborados. Tanto en el Informe Olivencia, como en el Informe Aldama como en el Informe Conthe, se propone una adopción voluntaria de las medidas propuestas, recomendando su seguimiento, pero dejando en último término la elección en manos de las compañías. Consideran que cada empresa es libre de adoptar aquellas medidas que considere más adecuadas sin tener que existir ninguna regulación que obligue al respecto. Sin embargo, respecto al tratamiento de la publicidad de dicha información, ha surgido alguna modificación entre los Códigos. Inicialmente, el Informe Olivencia aconsejaba a las empresas la publicación de aquella información referente a las prácticas de Buen Gobierno de las compañías, pero sin establecer un formato concreto al respecto. Esta información no llegó a hacerse muy extensiva en los mercados, a la vez

que no resultaba comparable ya que cada compañía ofrecía información diferente y en formatos variados. Por ello, para evitar estas incidencias, el Informe Aldama sugirió encarecidamente que la información suministrada a los mercados fuera “*transmitida de forma equitativa y simétrica*”, a través de un documento que podría adoptar la denominación de “Informe Anual de Gobierno Corporativo”. Dicha sugerencia se vio reforzada formalmente con la ley 26/2003 del Mercado de Valores, en la cual en su artículo 116 se exige la publicación de un Informe anual en el que se informe sobre el “*grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo, o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones*”; es decir, no se obliga al cumplimiento de las recomendaciones, pero sí a su publicidad e información, lo cual hace referencia al conocido principio anglosajón *comply or explain*, es decir, cumplir o explicar. Asimismo, se establece un modelo predeterminado para evitar la heterogeneidad informativa (el Informe Anual de Gobierno Corporativo, IAGC). Por esta razón, tras la entrada en vigor de la legislación anterior, todas las compañías que cumplan los requisitos establecidos deben publicar dicho IAGC independientemente de que lo recomienden o no los Códigos de Buen Gobierno. A pesar de ello, el reciente Código Conthe hace referencia explícita al principio de cumplir o explicar.

Para el caso francés, tanto en este punto como en cada uno de los siguientes, se van a tener en cuenta en primer lugar las recomendaciones establecidas por el Informe Vienot de 1999, ya que en cierto modo recoge y amplía las del anterior Informe Vienot de 1995, completando el análisis con el último Informe sobre Gobierno Corporativo en el ámbito francés, denominado “El Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas” de 2003, que es el resultado de la consolidación de los Informes anteriores de 1995, 1999 y 2002. No obstante, en algunos casos también se hará referencia a las Recomendaciones sobre el Gobierno de la Empresa propuestas por la Association Française de la Gestion Financière (AFG) publicadas en 2008. Por un lado, respecto a la obligatoriedad o no relativa al cumplimiento de cada uno de los puntos indicados en el Código de buenas prácticas francés, al igual que en el caso español, se habla de “recomendaciones” por lo que su carácter es voluntario, ya que se considera que una compañía puede ser muy diferente del resto, por lo que no tendría sentido establecer unas pautas comunes obligatorias. No obstante, sí se obliga a la presentación de un Informe Anual en el cual se haga constar de manera precisa el seguimiento de las recomendaciones de 1995, 1999 y 2002, así como las del último Código de 2003, justificando aquellos puntos que no se

hayan aplicado. Aunque en el Informe no se hace referencia a ello, este planteamiento se corresponde con el mencionado principio de “cumplir o explicar”.

En el caso del Reino Unido, se han tenido en cuenta los Informes Cadbury 1992, Greenbury 1995 y Hampel 1998, así como el Código Combinado sobre Gobierno Corporativo de 2006 y la revisión del mismo realizada en 2008. Dado que el Código de 2006 trata de aunar las recomendaciones de los anteriores, haremos principalmente referencia a él y a su actual revisión de 2008. Así, respecto a la obligatoriedad sobre el cumplimiento de las recomendaciones establecidas, el Código Combinado de 2006 y su versión de 2008, indican que el Código no es un conjunto rígido de reglas sino que es una guía de carácter voluntario, puesto que existe gran diversidad entre las compañías y no se pueden establecer unas reglas comunes a todas ellas. Sin embargo, también indica que las compañías deberán informar sobre la aplicación de las recomendaciones adoptadas, así como justificar el no-cumplimiento de aquellas recomendaciones propuestas que no se hayan aplicado (“comply or explain”).

En el ámbito alemán, se ha tomado como referencia de estudio el documento sobre las Reglas de Gobierno Corporativo para las sociedades alemanas cotizadas, formulado en 2000 bajo la dirección de Theodor Baums, así como las nuevas versiones redactadas en 2006, 2007 y 2008 [5] sobre el Código Alemán de Gobierno Corporativo (ampliación del Código Cromme de 2002) [6]. En el Código del año 2000 no se indica expresamente la obligatoriedad o no de la aplicación de los puntos tratados en él, ya que simplemente se menciona que las reglas establecidas en el Código deben servir como una guía de ayuda a las compañías, por lo que podríamos deducir que se trata de un conjunto de recomendaciones de carácter voluntario. Del mismo modo se sugiere que se informe de su aceptación, grado de cumplimiento, ajustes realizados, etc. en el correspondiente Informe Anual. Sin embargo, en las versiones del Código de 2006, 2007 y 2008, se establecen dos niveles en sus disposiciones, ya que se diferencia claramente entre aquellos apartados que son “recomendaciones” y aquellos que son “sugerencias”.

Respecto a las recomendaciones, en el caso de que las empresas no las cumplan, deberán informar de ello en su Informe Anual; mientras que las entidades pueden divergir de las sugerencias sin tener que declararlo expresamente. No obstante, de ambos argumentos se desprende que el carácter es voluntario respecto al cumplimiento.

El siguiente Código analizado es el procedente de Bélgica, correspondiente al Código Belga de Gobierno Corporativo de 2004 bajo la dirección de Maurice Lippens, al ser más actual que sus predecesores pertenecientes a 1998. No obstante, también se han tenido en cuenta las recomendaciones incluidas en el borrador del Código Belga de Gobierno Corporativo previsto para 2009. En primer lugar, el Código Lippens de 2004 señala que las indicaciones establecidas en dicho Código son recomendaciones cuyo cumplimiento se sugiere pero no se exige. Por esta razón, se indica que en el Informe anual se debería incluir un capítulo relativo a Gobierno Corporativo donde se señale el grado de seguimiento de las medidas de Gobierno Corporativo adoptadas, así como la justificación de las posibles desviaciones existentes, lo cual coincidiría con el principio que hemos denominado “cumplir o explicar” [7]. Asimismo, el borrador para el Código Belga de 2009 mantiene el mismo enfoque, apostando por el sistema “comply or explain”. Por otro lado, también se han analizado las recomendaciones enunciadas en el Código Buysse de 2005 para sociedades no cotizadas, a las cuales se sugiere que incluyan en un Informe sobre Gobierno Corporativo las actuaciones en dicha materia que hayan realizado o aplicado cada año.

Para el caso holandés, el estudio se ha centrado en el análisis del Código sobre Gobierno Corporativo de 2003, también denominado Tabaksblat Code, documento que amplía las “Forty Recommendations” enunciadas en el Informe Peters de 1997, y en el reciente Código Holandés de Gobierno Corporativo publicado en 2008. Ambos Códigos establecen una serie de provisiones, sobre las cuales, las compañías tienen plena libertad para adoptarlas o no, pero informando en el Informe Anual oportunamente sobre su aplicación o justificando su no-cumplimiento (comply or explain). En este sentido, el Código de 2008 indica que los principios contenidos en el mismo son provisiones sobre buenas prácticas que se espera que cumplan las compañías, o en caso contrario, justifiquen los motivos de su no-cumplimiento.

Fuera ya del entorno europeo, pero debido a su gran trascendencia como potencia mundial, comentaremos algunas de las recomendaciones establecidas en Estados Unidos (EE.UU.). Para ello nos basaremos principalmente en las Reglas de Gobierno Corporativo de 2003 introducidas por New York Stock Exchange (NYSE) y aprobadas por la SEC (Securities and Exchange Commission) en dicho año, así como en el reciente conjunto de Principios elaborados por la *National Association of Corporate*



*Directors* (NACD) y publicados en 2008. Hay que tener en cuenta que en los EE.UU. las cuestiones de Gobierno Corporativo cuentan con un carácter más compulsivo, siendo muestra de ello la “Sarbanes-Oxley Act de 2002” orientada a temas de Buen Gobierno de las compañías americanas y cuyo seguimiento es obligatorio. En este sentido por ejemplo, se indica en uno de sus apartados que la NYSE puede aplicar sanciones a aquellas compañías que no cumplan los standards fijados; asimismo, los CEOs de cada sociedad cotizada deberán certificar a la NYSE cada año que no tienen conocimiento de ninguna violación por parte de la empresa de los standards establecidos sobre Gobierno Corporativo o informar de ello en el caso de que se produjera algún punto de no-cumplimiento, etc. También se exige a las compañías cotizadas que adopten un Código de conducta y ética para los directores, gestores y empleados, supervisando que no existen desviaciones del mismo y que desarrollen sus propias políticas incluyendo cuestiones relativas a conflictos de intereses, confidencialidad, trato justo, protección y uso apropiado de los activos de la compañía, cumplimiento con leyes, reglas y regulaciones, etc.

Por otro lado también se incluye una referencia a las compañías no-americanas, a las cuales se les exige que informen en líneas generales sobre aquellas prácticas de Gobierno Corporativo relevantes, que difieran de las recomendaciones seguidas por las compañías domésticas que se encuentran bajo la regulación de los standards de NYSE. Por su parte, los Principios de la NACD de 2008, reconocen que no existe una estructura de gobierno que sea apropiada para todas las organizaciones, por lo que estaría refiriéndose en cierto modo a la voluntariedad de la aplicación de ciertos principios. Asimismo, la NACD anima a que los consejos consideren estos Principios y los tengan en cuenta en sus estructuras de gobierno, pero no los impone [8]. También cabe destacar las reflexiones que se incluyen en estos Principios sobre la importancia de la transparencia. La NACD considera que informar al Consejo sobre las prácticas que se han adoptado y adaptado, es más importante que la adopción automática de un conjunto de buenas prácticas generales. Considera que los Consejos que explican sus prácticas deberían ser recompensados y no penalizados por adaptar las buenas prácticas a sus propias necesidades.

Tras analizar los Informes y Códigos elaborados a nivel nacional, comentamos también las recomendaciones establecidas a nivel europeo e internacional. Para ello incluiremos

las recomendaciones propuestas por la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico), IOSCO (International Organization of Securities Commissions), EASD (European Association of Securities Dealers), etc. Hay que tener en cuenta, que la mayoría de las recomendaciones establecidas por estas instituciones supranacionales, suelen contar con un carácter más general puesto que engloban a un conjunto de países y regiones de muy diverso tipo, y quizás no ofrecen pautas de actuación tan concretas como los Códigos nacionales anteriores.

Comenzaremos en este sentido con las recomendaciones enunciadas por la OCDE, analizando tanto sus Principios para el gobierno de las sociedades de 1999 como sus Principios de Gobierno Corporativo de 2004, aunque centrándonos en estos últimos. Respecto a la obligatoriedad o no en su aplicación, en ambos casos se comenta que las normas establecidas son no vinculantes, por lo que queda puesto de manifiesto su carácter voluntario, ya que como su ámbito de actuación es muy amplio y cada país puede mostrar rasgos y características muy distintas, se considera aconsejable que cada región adopte las medidas que considere más oportunas. También se aconseja a los estados la formulación de Códigos y normas en materia de Gobierno Corporativo, pero se señala que deberían ser de carácter voluntario sin alcanzar rango de ley o reglamento. Sin embargo, se indica la necesidad y obligatoriedad de informar sobre las prácticas de Gobierno Corporativo adoptadas por cada compañía, basándose en el conocido principio de “cumplir o explicar”. También manifiestan esta tendencia las recomendaciones establecidas por “Euroshareholders” [9] en el año 2000, denominadas “Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000” y basadas en los Principios enunciados por la OCDE, ya que a pesar de que no se hace referencia directa a ello en el texto, tras su lectura se puede deducir que cuentan con un carácter de voluntariedad, puesto que se trata de recomendaciones. Asimismo, en los Principios y Recomendaciones sobre Gobierno Corporativo enunciados por la EASD en el año 2000, se indica que se espera que la mayoría de las compañías se adhieran a ellos, señalando que no pretenden ser una regulación exhaustiva, sino meras recomendaciones de aplicación voluntaria, aunque se sugiere que se informe oportunamente si existen desviaciones de los principios enunciados.

Por su parte, los principios enunciados por IOSCO en 2002 remarcan principalmente la obligación de informar sobre determinados puntos que se considera que son

“información material”, es decir, aquella que es clave para las decisiones de los distintos inversores, incidiendo notablemente en la importancia de informar y comunicar. De nuevo, en todos estos informes y principios se está haciendo referencia a la voluntariedad en su aplicación, acompañada del principio internacional “comply or explain”. Por último, el Informe titulado “Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe” realizado por un grupo de trabajo de la Unión Europea en noviembre de 2002, ofrece diversas sugerencias y recomendaciones en su capítulo destinado al Gobierno Corporativo, por lo que el carácter del mismo es de voluntariedad. Como en otros Informes, la base de su aplicación es el principio “comply or explain”, ya que se exige la elaboración de un Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) en el cual las compañías indiquen cuál es el seguimiento de las normativas o Códigos sobre Buen Gobierno a nivel nacional o internacional que siguen, así como su grado de cumplimiento, especificando aquellas recomendaciones sobre las cuales existen desviaciones.

**Tabla 3.4. Voluntariedad versus obligatoriedad de los Códigos de Buen Gobierno**

<i>VOLUNTARIEDAD VS. OBLIGATORIEDAD</i>			
<b>PAÍS</b>	<b>INFORME</b>	<b>VOLUNTARIEDAD</b>	<b>PUBLICIDAD INFORMACIÓN</b>
<b>ESPAÑA</b>	Olivencia 1998	SI – “cumplir o explicar”	SI – Formato no homogéneo
	Aldama 2003	SI – “cumplir o explicar”	IAGC
	Conthe 2006	SI – “cumplir o explicar”	IAGC
<b>FRANCIA</b>	Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas 2003	SI – “cumplir o explicar”	SI
<b>REINO UNIDO</b>	Código Combinado 2006 y 2008	SI – “cumplir o explicar”	SI
<b>ALEMANIA</b>	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2006, 2007 y 2008	SI	Recomendaciones: “cumplir o explicar” / Sugerencias: no necesario informar
<b>BÉLGICA</b>	Código Lippens 2004 y Borrador Código Belga 2009	SI – “cumplir o explicar”	SI

	Código Buysse 2005	SI	SI
<i>HOLANDA</i>	Código Tabaksblat 2003 y Código de Gobierno Corporativo de 2008	SI – “cumplir o explicar”	SI
	Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003	NO: ciertos puntos obligatorios	SI
<i>EE.UU.</i>	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas de EE.UU. de 2008	SI	SI
<i>OCDE</i>	Principios de Gobierno Corporativo 2004	SI – “cumplir o explicar”	SI
<i>EASD</i>	Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo 2000	SI – “cumplir o explicar”	SI
<i>EUROSHAREHOLDERS</i>	Guía de Gobierno Corporativo 2000	SI	No se comentada nada al respecto
<i>IOSCO</i>	Declaración de Principios 2002	SI	SI
<i>UNIÓN EUROPEA</i>	Grupo de Trabajo 2002	SI – “cumplir o explicar”	IAGC

Fuente: Elaboración propia

### 3.2.2. Organizaciones a las que se dirige

En líneas generales todos los Códigos van dirigidos principalmente a las sociedades cotizadas en cada uno de los mercados de origen, pero en algunos de ellos se pueden encontrar ligeras matizaciones.

En este sentido en España, el Código Olivencia comenta que se orienta a las sociedades cotizadas españolas y en especial a aquellas compañías que cuentan con un porcentaje mayoritario de acciones de libre circulación en su capital social. Sin embargo, el posterior Informe Aldama indica que se dirige en primer lugar a las sociedades cotizadas en los mercados de capitales, pero aclara que sus recomendaciones también

podrían extenderse a otras sociedades que acudan al mercado primario de valores (mercado de emisiones) aunque luego no coticen en un mercado secundario. Por su parte, el actual Informe Conthe declara que se dirige a la totalidad de sociedades cotizadas, independientemente de su tamaño, aunque reconoce que algunas de las recomendaciones pueden resultar poco apropiadas o excesivas para entidades de menor escala, pero indica que en este caso simplemente será necesario que comenten la justificación del no-seguimiento (basándose en el principio de “cumplir o explicar”).

En línea con el argumento anterior se muestra el Informe Vienot 1999 orientado a las sociedades cotizadas francesas, en el cual se indica claramente que su ámbito de aplicación es generalizado a todas las entidades, las cuales decidirán hasta qué punto aplican las sugerencias del Código. Como complemento a esta recomendación, el Código de 2003 francés indica que se dirige principalmente a las sociedades cotizadas de organización monista con Consejo de Administración, ya que son la estructura adoptada de forma más general por las entidades francesas, pero recomienda que otras sociedades, también adopten las recomendaciones enunciadas en el Código adaptándolas a sus características propias.

Asimismo, el Código Hampel se orienta a la totalidad de compañías cotizadas independientemente de su tamaño, aunque sí que se comenta que el tratamiento de las organizaciones más pequeñas debería ser más flexible. En la misma línea el Código Combinado de 2006 y 2008 se refiere principalmente a las compañías cotizadas, aunque indica que pueden existir algunas excepciones debido a los rasgos propios de algunas entidades como puede ser el caso de las pequeñas sociedades cotizadas, las compañías pertenecientes al índice FTSE 350 (Financial Times Stock Exchange 350), las sociedades de inversión... a las cuales puede no afectarle el cumplimiento de alguno de los apartados de los Códigos.

Por su parte, el Código alemán (tanto el Código del año 2000 como las versiones actualizadas de 2006, 2007 y 2008) así como el Código Belga Lippens de 2004 y el Borrador del Código para 2009, se dirigen principalmente a las empresas cotizadas, sin incluir ninguna reflexión explícita sobre el tamaño de las compañías, como sí se hace en otros informes. No obstante, desde la publicación del Código Alemán de 2006 se anima a que las compañías no cotizadas también tengan en cuenta el seguimiento del mismo.

Por otro lado, el borrador para el nuevo Código Belga de 2009, indica que tanto las pequeñas compañías, como las más jóvenes, o compañías de inversión... pueden considerar que algunas de las provisiones del Código no se adaptan a sus estructuras particulares, por lo que se recomienda en estos casos que sean las propias entidades las que determinen qué aspectos se adaptan mejor a ellas, y expliquen los motivos de sus decisiones en el capítulo de su Informe Anual referente a Gobierno Corporativo. También, es interesante comentar que en el año 2005 se elaboraron en Bélgica una serie de recomendaciones dirigidas a sociedades no cotizadas en Bolsa, el “Código Buysse”, que suponen una novedad al dirigirse exclusivamente a las sociedades no cotizadas [10].

Por su parte, el Código holandés de 2003 se dirige a las compañías cotizadas, señalando que no se aplica a los fondos de inversión ya que los considera como meros productos financieros. Asimismo, el Código de 2008 indica su aplicación a todas las compañías admitidas a negociación en mercados regulados, dejando fuera de aplicación a ciertas compañías de inversión así como a instituciones de inversión colectiva al tratarlas como productos financieros.

Con relación a las reglas de Gobierno Corporativo de 2003 de NYSE, en principio su aplicación va dirigida a todas las compañías cotizadas en el índice americano, las cuales deben cumplir los estándares fijados, pero se aclara que algunas de las provisiones incluidas no se aplicarán a ciertas sociedades. Para ello incluye un detallado listado con los apartados que no son de aplicación para ciertas entidades. También se dirige a compañías foráneas, a las cuales se les permite el seguimiento de las prácticas procedentes de sus países de origen, siempre y cuando se informe de aquellos puntos en los cuales existan discrepancias con la normativa americana. Por su parte, los Principios de la NACD de 2008 se dirigen en primer lugar a los miembros de dicha asociación, directores corporativos, pero no obstante, en su carta de presentación, también se dirige a líderes corporativos, reguladores, inversores, gestores, etc., con el objetivo de reforzar el buen gobierno en las compañías cotizadas de EE.UU. Asimismo, como su propio nombre indica, estos Principios se orientan a las sociedades cotizadas.

Debido a su ámbito más general, los Principios introducidos por la OCDE (tanto los de 1999 como los del año 2004) van dirigidos tanto a los países miembros como a los no-miembros, apuntando que cada uno adaptará las medidas propuestas del modo que

considere más oportuno. Aunque estos principios se centran principalmente en sociedades con cotización oficial, tanto financieras como no-financieras, también se añade que pueden ser de aplicación a otras sociedades no cotizadas. No obstante, dichos principios se dirigen no sólo a empresas, sino que van destinados a responsables políticos, inversores, Bolsas de valores, empresas y otras partes interesadas en cualquier parte del mundo. Del mismo modo, las recomendaciones introducidas por la EASD se dirigen a compañías, inversores, mercados de capitales... de todo el ámbito europeo. Por su parte, el Informe realizado por el grupo de trabajo de la Unión Europea en 2002, se destina principalmente a las compañías cotizadas del ámbito europeo. Indica que al menos las compañías cotizadas tanto en mercados regulados como no-regulados, deberían seguir las recomendaciones propuestas, pudiendo hacerse extensivas asimismo a otro tipo de compañías. A diferencia de los casos anteriores, en los principios introducidos por Euroshareholders, no se hace referencia explícita a las compañías u organismos a los que se dirigen sus recomendaciones. Por extensión, se podría suponer que deben dirigirse a compañías cotizadas (por la referencia de los accionistas) y a nivel europeo. Por último, los Principios enunciados por IOSCO en 2002 se dirigen a todas las sociedades cotizadas en mercados de capitales, quedando fuera de su alcance tanto las sociedades no cotizadas como los planes de inversión colectiva.

**Tabla 3.5. Organizaciones a las que se dirigen los Códigos**

PAÍS	INFORME	ORGANIZACIONES A LAS QUE SE DIRIGE
<i>ESPAÑA</i>	Olivencia 1998	Sociedades cotizadas y en especial aquellas con mayoría de acciones de libre circulación
	Aldama 2003	Sociedades cotizadas pero también compañías del mercado primario aunque no coticen
	Conthe 2006	Sociedades cotizadas
<i>FRANCIA</i>	Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas 2003	Principalmente sociedades cotizadas de organización monista, pero también se recomienda aplicación a sociedades anónimas con sistema dual y a sociedades en comandita por acciones
<i>REINO UNIDO</i>	Código Combinado 2006 y 2008	Sociedades cotizadas, aunque se incluyen excepciones de algunos puntos para algunas compañías
<i>ALEMANIA</i>	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2006 y 2007	Sociedades cotizadas, aunque también se recomienda el seguimiento a las no cotizadas

<b>BÉLGICA</b>	Código Lippens 2004 y Borrador Código Belga 2009	Sociedades cotizadas, aunque también podría aplicarse a otras compañías
	Código Buysse 2005	Sociedades no cotizadas
<b>HOLANDA</b>	Código Tabaksblat 2003 / Código Holandés 2008	Sociedades cotizadas. No aplicación a fondos de inversión / compañías de inversión
<b>EE.UU.</b>	Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003	Sociedades cotizadas, aunque incluye excepciones de algunos puntos para algunas compañías
	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas de EE.UU. de 2008	Sociedades cotizadas, aunque también se dirige a reguladores, inversores, gestores...
<b>OCDE</b>	Principios de Gobierno Corporativo 2004	Responsables políticos, Inversores, Bolsas de Valores, Empresas y otras partes interesadas tanto de los países miembros de la OCDE como de los no-miembros. Principalmente para las sociedades cotizadas, pero también pueden servir de guía para las no-cotizadas
<b>EASD</b>	Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo 2000	Compañías, Inversores, mercados de capitales... de ámbito europeo
<b>EUROSHARE HOLDERS</b>	Guía de Gobierno Corporativo 2000	No se hace referencia explícita a ello, aunque podría suponerse que se dirige a las sociedades cotizadas europeas
<b>IOSCO</b>	Declaración de Principios 2002	Sociedades cotizadas. Se excluyen las sociedades no-cotizadas y los planes de inversión colectiva
<b>UNIÓN EUROPEA</b>	Grupo de Trabajo 2002	Sociedades cotizadas tanto en mercados regulados como no-regulados. También recomendaciones extensivas a otro tipo de compañías

Fuente: Elaboración propia

### 3.2.3. Principales funciones y responsabilidades asignadas al Consejo de Administración

En este apartado trataremos de hacer un breve repaso a las diferentes funciones asignadas al Consejo de Administración en cada uno de los Códigos analizados, las cuales se recogen de forma resumida en la tabla 3.6.



En el contexto español, el Informe Olivencia destaca como función primordial del Consejo la del control de la gestión, es decir, engloba aquellas tareas de supervisión y control dirigidas a orientar la política de la compañía, controlar las instancias de gestión y servir de enlace con los accionistas, materializándose en un listado de responsabilidades que el Código denomina como “indelegables”. Por su parte, el Informe Aldama no propone un listado con las diferentes funciones del Consejo de Administración, sino que en términos generales comenta que este órgano debe velar por la supervivencia de la empresa a largo plazo, persiguiendo los intereses generales de la organización. También remarca que es responsabilidad del Consejo la elaboración de un Informe Anual de Gobierno Corporativo, o establecer el contenido de la información que se debe dar a conocer en la página web de la empresa. Al igual que el Informe Olivencia, el Código Conthe habla de la función general de supervisión del Consejo y de sus tres responsabilidades indelegables (responsabilidad estratégica, responsabilidad de vigilancia y responsabilidad de comunicación). Sin embargo a diferencia de sus predecesores (Olivencia y Aldama), el Código Conthe incorpora un amplio listado más exhaustivo de las competencias a desarrollar por el Consejo.

Asimismo, para el caso francés, el Código de 2003 establece una cuádruple función para el Consejo de Administración, la cual consiste en definir la estrategia de la compañía; designar a las personas encargadas de gestionar la empresa según la estrategia enunciada y el modo de organización; controlar la gestión; y velar por la calidad de la información proporcionada a los accionistas y a los mercados. [11]

Por otro lado, el Código Hampel indica que el Consejo de Administración es el órgano responsable de la dirección y control pero no establece una lista exhaustiva de tareas. No obstante, como ampliación del anterior, el Código Combinado de 2006 establece un listado de funciones del Consejo entre las que se encuentran: liderar la compañía con prudencia y control efectivo, establecer los objetivos estratégicos, asegurar que los recursos financieros y humanos necesarios están disponibles, revisar la performance de la gestión, etc. Por su parte, la versión de 2008, mantiene el listado anterior y remarca que el papel principal del Consejo es el de proporcionar liderazgo a la compañía en un marco de prudencia y control efectivo que permita valorar y gestionar los riesgos.

Respecto a los órganos de gobierno de las sociedades alemanas, encontramos una peculiaridad en comparación con la organización de otros países. En el caso de las compañías germanas, en lugar de existir el denominado Consejo de Administración, existen dos órganos complementarios denominados “Management Board” y “Supervisory Board”. El primero de ellos, que corresponde al Consejo de Gestión o Junta Directiva, es el encargado de la implementación de la estrategia y responsable de asegurar el cumplimiento con los requerimientos legales existentes. También, es el encargado de informar sobre todos los sucesos novedosos que puedan modificar el precio de los valores de la compañía. Por su parte el Consejo de Supervisión o de Vigilancia es el encargado de ofrecer Consejo y controlar al Consejo Gestor así como evaluar la consecución de los objetivos corporativos a largo plazo. Conjuntamente ambos órganos deben informar anualmente sobre los asuntos de Gobierno Corporativo en un “Informe sobre el Gobierno Corporativo”. También en el caso holandés, la estructura organizativa está formada mayoritariamente por un sistema dual, en el cual existe un Consejo Gestor y un Consejo Supervisor. Las compañías también pueden optar por una estructura unificada en la que un único Consejo contenga tanto Consejeros ejecutivos como directores supervisores que serán no-ejecutivos, pero existen pocas empresas que elijan esta opción. Como responsabilidades del Consejo de Gestión, el Tabaksblat Code establece que es el encargado de la gestión de la compañía, responsable de la consecución de los objetivos, estrategias y resultados de la entidad. También deberá proporcionar al Consejo Supervisor la información suficiente para que éste ejerza sus obligaciones y es el responsable del cumplimiento de la legislación vigente, así como de la gestión de riesgos. El Consejo Supervisor, por su parte, es el encargado de supervisar las políticas de gestión del Consejo Gestor así como proporcionarle el apoyo y Consejo necesario. Asimismo se detalla que tanto el Consejo de Gestión como el Consejo Supervisor son los responsables de la estructura de Gobierno Corporativo de la compañía y del cumplimiento del presente Código. En una línea similar, el Código de Gobierno Corporativo de 2008, señala que tanto el Consejo Gestor como el Supervisor tienen la responsabilidad general de velar por los intereses de todas las partes implicadas, con el objetivo de asegurar la continuidad de la compañía.

Los Códigos belgas ofrecen varias indicaciones sobre cuál es la misión del Consejo de Administración [12]. En primer lugar indican que es el responsable de conseguir el

éxito de la compañía a largo plazo pero que sus responsabilidades concretas deberían ser fijadas por cada entidad. Se propone que el Consejo sea el responsable de la supervisión y control, revisando los sistemas internos de control, supervisando los resultados de la auditoría externa, la *performance* de los gestores ejecutivos... Por su parte, el Código Buysse, establece algunas recomendaciones especiales para aquellas sociedades que hayan elegido la forma jurídica de sociedad anónima, indicando que el Consejo debe ser el encargado de la toma de decisiones, el nombramiento de los administradores delegados, los planes de sucesión, etc. Asimismo se aconseja que se diferencien las funciones del Consejo de aquellas de la Asamblea General, del Comité directivo y de las de gestión.

Por su parte, los Principios de la NACD de 2008 de EE.UU., indican que el Consejo es el mecanismo encargado de la dirección de la compañía cuyo objetivo debe ser la creación a largo plazo de valor para la entidad. Asimismo, lista una serie de funciones y responsabilidades de este órgano entre las que se encuentran la selección de los ejecutivos, el control de la *performance*, la supervisión de la estrategia y los riesgos de la compañía, garantizar la transparencia de la información, etc.

Respecto a la forma adoptada por el Consejo, las recomendaciones de la OCDE no abogan por ningún modelo organizativo en concreto, ya que se entiende que no existe un modelo único de Gobierno Corporativo, por ello se dirigen tanto a sociedades con un sistema dual (compuesto por un Consejo de Administración y un Consejo Supervisor) como a sociedades con un único Consejo. En relación con las funciones del Consejo, se incluye un listado con las principales responsabilidades de las cuales debe hacerse cargo dicho órgano rector como son por ejemplo: el control de las prácticas de Gobierno de la sociedad; la selección, la retribución, el control, la sustitución y sucesión de los directivos; la transparencia en la información, etc. Por su lado, las recomendaciones de la EASD indican que el Consejo debe encargarse de los temas relacionados con los objetivos, estrategia, riesgos, inversiones, presupuestos, Gobierno Corporativo, *performance*, nombramiento, selección y sucesión, etc. Por otra parte, Euroshareholders diferencia las responsabilidades por tipo de Consejero, señalando que el Consejo (principalmente en la figura de los Consejeros ejecutivos) es el responsable de la gestión de la compañía, definiendo sus objetivos, estrategias, políticas a seguir... así como informar oportunamente a los accionistas; mientras que los Consejeros no-ejecutivos

son los encargados de la supervisión de las políticas de gestión, del control de los miembros ejecutivos del Consejo, de asegurar la calidad de los mismos, así como proporcionar consejo y apoyo a los agentes ejecutivos. Por último, el grupo de trabajo de la Unión Europea de 2002, otorga a los Consejos de las compañías la responsabilidad sobre los temas de Gobierno Corporativo de las sociedades que dirigen, así como sobre los estados financieros de la compañía, considerando que también es responsabilidad del Consejo informar sobre los sistemas de gestión de riesgos de la compañía, los planes de inversión y estrategias, etc.

**Tabla 3.6. Funciones y Responsabilidades del Consejo de Administración**

PAÍS	INFORME	PRINCIPALES FUNCIONES DEL CONSEJO
<i>ESPAÑA</i>	Olivencia 1998	Supervisión y control de la gestión
	Aldama 2003	Velar por la supervivencia de la empresa a largo
	Conthe 2006	Supervisión: responsabilidad estratégica, de vigilancia y de comunicación
<i>FRANCIA</i>	Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas 2003	Cuádruple función: definir estrategia, designar gestores, controlar la gestión y velar por la calidad de la información suministrada
<i>REINO UNIDO</i>	Código Combinado 2006 y 2008	Liderar la compañía, establecer objetivos, revisar performance, etc.
<i>ALEMANIA</i>	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2006 y 2007	Management Board: implementar la estrategia, cumplimiento de requerimientos legales, informar sobre desarrollo del negocio...
		Supervisory Board: ofrecer consejo y controlar al Consejo Gestor, evaluando la consecución de los objetivos corporativos
<i>BÉLGICA</i>	Código Lippens 2004 y Borrador del Código de 2009	Responsable de la supervisión y control y de definir la estrategia y los niveles de riesgos aceptados
	Código Buysse 2005	Toma de decisiones, nombramiento de los administradores delegados...
<i>HOLANDA</i>	Código Tabaksblat 2003 y Código de 2008	Management Board: gestión de la compañía, cumplimiento de la legislación, gestión de riesgos...
		Supervisory Board: supervisar las políticas de gestión y proporcionar apoyo y consejo
<i>EE.UU.</i>	Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003	No se detallan

	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA	Es el encargado de dirigir la compañía con el objetivo de maximizar la creación de valor a largo plazo. Asimismo, selecciona a los ejecutivos, controla la <i>performance</i> , supervisa la estrategia y riesgos, etc.
<b>OCDE</b>	Principios de Gobierno Corporativo 2004	Control de prácticas de gobierno, selección, retribución, control, sustitución y sucesión de directivos, transparencia de la información, revisión de la estrategia...
<b>EASD</b>	Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo 2000	Responsable de los objetivos, estrategia, riesgos, inversiones, presupuestos, gobierno corporativo, performance, etc.
<b>EUROSHARE HOLDERS</b>	Guía de Gobierno Corporativo 2000	Consejeros ejecutivos: gestión, información, definición de objetivos, estrategias... Consejeros no-ejecutivos: supervisión y control, asegurar la calidad, aconsejar...
<b>IOSCO</b>	Declaración de Principios 2002	No se detallan
<b>UNIÓN EUROPEA</b>	Grupo de Trabajo 2002	Responsabilidad sobre gobierno corporativo, estados financieros, información...

Fuente: Elaboración propia

### 3.2.4. Composición Consejo Administración

En la mayoría de los Códigos analizados se incluye alguna recomendación o exigencia relativa a la composición de los Consejos de Administración. En este apartado haremos referencia principalmente al número total de Consejeros que componen el Consejo, al número o porcentaje de Consejeros externos tanto dominicales como independientes, así como al tratamiento de la diversidad de género en la composición del Consejo.

Respecto al número total de integrantes del Consejo, el Informe Olivencia considera que es difícil establecer un número apropiado de Consejeros ya que puede variar en función de las características propias de cada organización, pero sin embargo estima que el tamaño adecuado podría encontrarse entre 5 y 15 miembros, de forma que se garantice un mínimo de participantes a la hora de tomar decisiones, pero que no se encuentre sobredimensionado para facilitar su efectividad y cohesión. Por otro lado se recomienda que los Consejeros externos (tanto dominicales como independientes) [13] representen una mayoría frente a los Consejeros ejecutivos. Asimismo, la proporción entre

dominicales e independientes debería responder a la relación existente entre el capital integrado por paquetes accionariales significativos y el resto. No obstante, en este Código no se hace referencia a la composición entre hombres y mujeres. Por su parte, las recomendaciones del Informe Aldama en estos puntos son más generales que las anteriores, indicando que el Consejo deberá tener un número razonable de miembros que asegure su operatividad, pero no establece un tamaño concreto. Respecto al porcentaje de Consejeros externos, sigue las recomendaciones de Olivencia señalando que es aconsejable una mayoría de Consejeros externos, y dentro de éstos, una participación significativa de los independientes pero atendiendo a la estructura del capital. Tampoco se indica ninguna referencia respecto al reparto entre hombres y mujeres. Con relación al número total de integrantes del Consejo, el Informe Conthe (al igual que el anterior Informe Olivencia) aconseja una dimensión del Consejo entre 5 y 15 miembros, para fomentar la eficacia del mismo y la participación de sus integrantes. Asimismo, se recomienda que el porcentaje de Consejeros externos sea mayoritario, pero siempre respetando la estructura de capital de la sociedad, de forma que la distribución entre dominicales e independientes refleje la relación entre el capital representado en el Consejo por los accionistas significativos y el capital flotante, aunque se indica que los Consejeros independientes deberían representar al menos un tercio del total de Consejeros. Como elemento novedoso, el Informe Conthe dedica un apartado a la diversidad de género donde se sugiere que en el caso de que una organización cuente con un número escaso o nulo de consejeras, deberá explicar los motivos y las iniciativas implantadas para evitar esta situación, intentando apoyar la incorporación del colectivo femenino a los órganos de administración.

El Informe de 2003 francés, recomienda que cada organización adopte la forma de Consejo que más le convenga, aunque remarca la importancia de incorporar Consejeros independientes. En este sentido aconseja que el número de miembros independientes en el Consejo de Administración sea la mitad en aquellas sociedades con capital disperso en las que no existen accionistas de control y de al menos un tercio en el resto, tal y como se indicaba en Vienot 1999. Por su parte, las Recomendaciones sobre gobierno de la empresa de la AFG de 2008, recomiendan que al menos un tercio del Consejo esté compuesto por miembros que denomina “libres de intereses”, es decir, aquellos que no puedan encontrarse en una situación de conflicto de intereses. Como rasgo distintivo en estas recomendaciones destaca el hecho de que se recomienda que exista cierta

diversidad en el consejo, tanto en lo que se refiere a formación, nacionalidad, como equilibrio entre hombres y mujeres, etc., aspecto que no se trata en los previos Códigos de Gobierno Corporativo franceses.

En la misma línea que los Códigos anteriores, el Código Combinado de 2006 y 2008 destaca el papel de los Consejeros no-ejecutivos, e indica que el Consejo debe reunir a los miembros que considere necesarios según el tipo de entidad de la que se trate, teniendo en cuenta que debe existir un número suficiente tanto de Consejeros ejecutivos como no-ejecutivos. Ambas versiones establecen que excepto para pequeñas compañías, al menos la mitad del Consejo deberían ser Consejeros no-ejecutivos independientes; mientras que en sociedades pequeñas deberían existir al menos dos Consejeros independientes. La versión de 2008, resalta la idea de adoptar una estructura equilibrada entre ejecutivo y no ejecutivos, de forma que ninguna persona o grupo pueda dominar el proceso de toma de decisiones del Consejo.

Respecto a la composición y estructura del Consejo, en el Código Belga de Lippens de 2004 así como en el Borrador de 2008, aunque no se propone ningún número determinado de Consejeros para que formen parte del Consejo, se sugiere que éste sea lo suficientemente pequeño para que la toma de decisiones sea eficaz, pero a su vez lo suficientemente grande para que la variedad de sus miembros aporte experiencia y conocimientos. Respecto a la proporción de consejeros, se aconseja que al menos la mitad del Consejo esté formado por no-ejecutivos y que al menos tres de éstos sean independientes [14]. Asimismo se aconseja que el Consejo realice una evaluación sobre su tamaño, composición, funcionamiento..., al menos cada dos o tres años. Como novedad, el borrador del Código Belga previsto para 2009, señala que el Consejo deberá prestar atención a cuestiones como la responsabilidad social corporativa y la diversidad, incluyendo en este caso la diversidad de género.

En el ámbito alemán, se observa que los Códigos no mantienen las denominaciones establecidas en otros Informes correspondientes a Consejero ejecutivo, Consejero no-ejecutivo, Consejero dominical, o Consejero independiente. Uno de los motivos puede residir en el hecho de que la estructura establecida en las entidades alemanas no corresponde con la aplicada en otros países, ya que la estructura dual de Consejo de Gestión y Consejo de Supervisión es característica del país germano. La única mención

que se hace en relación con los miembros del Consejo de Gestión, es al indicar que deberán perseguir el interés de la compañía y no su propio beneficio personal. Por su parte, respecto al Consejo de Supervisión sí que se establece que debe estar formado por un número suficiente de miembros independientes (aquellos que no tengan un relación con la entidad) para garantizar la independencia y el control. Asimismo, las versiones del Código de 2006, 2007 y 2008 completan las orientaciones anteriores indicando que en el Consejo de Vigilancia al menos un tercio (si la empresa es de 500 trabajadores) o la mitad (si tiene 2000 empleados) de sus miembros deberán ser representantes de los trabajadores y se recomienda la participación de independientes en el mismo.

En una línea similar, el Código Tabaksblat y el Código de Gobierno Corporativo de 2008 holandés [15], incluyen recomendaciones relativas a los miembros del Consejo Supervisor y del Consejo Gestor. Respecto a los primeros, se indica que todos los miembros del Consejo Supervisor, con la excepción de no más de uno, deberían ser independientes. También se establece que al menos un miembro del Consejo Supervisor, debería ser un experto financiero, es decir, con conocimientos y experiencia suficiente en el área. En el caso de que la compañía haya optado por la estructura unificada (“one-tier management structure”), la proporción de miembros entre los Consejeros ejecutivos y no-ejecutivos deberá ser aquella que permita a estos últimos desarrollar sus funciones de supervisión con independencia, recomendándose que la mayoría de los agentes sean Consejeros no-ejecutivos e independientes. En esta situación de estructura unificada, el presidente del Consejo no debería ser ni haber sido Consejero ejecutivo. Asimismo, en estructuras one-tier, se recomienda que el Consejo de Gestión esté formado por no-ejecutivos y por consejeros independientes.

Aunque las reglas americanas no establecen indicaciones sobre las funciones del Consejo, sí que incluyen alguna recomendación relativa al papel de los Consejeros independientes. Se establece que las compañías cotizadas deberán tener mayoría de Consejeros independientes, ya que es un modo de incrementar la calidad del Consejo y disminuir la posibilidad de conflictos de intereses. Para ello, se establecen algunas pautas para determinar cuándo se puede considerar que un agente es independiente o no. Por su parte, los Principios de la NACD de 2008, asumen que las compañías cotizadas americanas poseen una mayoría de consejeros independientes, por lo que no realizan ninguna recomendación a este respecto.



En los Principios de la OCDE, no se establece una composición determinada para los Consejos, pero sí se recomienda que se designe un número suficiente de miembros no ejecutivos, para garantizar un cierto grado de independencia en el proceso organizativo de las compañías. También se señala que deberían favorecerse mecanismos para reforzar la participación de los empleados en sus compañías, a través por ejemplo de la representación de los trabajadores en el Consejo, los Comités de empresa, la figura del defensor del empleado, etc. Las recomendaciones de la EASD siguen esta misma línea, indicando que tanto el Consejo como sus Comisiones delegadas, deberán incluir una composición equilibrada de forma que ninguno de sus miembros esté en posición de un poder ilimitado. Por ello debería formar parte de los órganos de gobierno, un número suficiente de agentes independientes de la gestión (no-ejecutivos), que garantice la imparcialidad en la toma de decisiones. Por su parte, Euroshareholders considera que tanto en los Consejos duales como en los unificados, una cierta proporción de Consejeros deberían mantenerse independientes y a su vez ser elegidos por la asamblea general, de modo que los accionistas puedan participar en su elección y nombramiento. También en el Informe realizado sobre la normativa europea en 2002, se resalta la importancia de la existencia de los Consejeros no-ejecutivos, independientemente de la estructura organizativa elegida por la sociedad (one-tier/two-tier), sobre todo en aquellas compañías en las que el accionariado está muy disperso, ya que estos Consejeros no-ejecutivos se encargarán de supervisar y controlar la gestión de la empresa. Aunque el grupo de trabajo no expresa una composición determinada de los órganos de gobierno, sí considera que se debe promover la figura de los Consejeros no-ejecutivos, especialmente los independientes.

**Tabla 3.7. Composición del Consejo de Administración**

<i>COMPOSICIÓN DEL CONSEJO</i>				
<b>PAÍS</b>	<b>INFORME</b>	<b>TAMAÑO</b>	<b>% EJECUTIVOS, EXTERNOS E INDEPENDIENTES</b>	<b>GÉNERO</b>
<i>ESPAÑA</i>	Olivencia 1998	Entre 5 y 15	Mayoría de externos sobre ejecutivos. La relación entre dominicales e independientes debe corresponderse con la estructura de capital	NO

	Aldama 2003	Número razonable	Mayoría de externos sobre ejecutivos. La relación entre dominicales e independientes debe corresponderse con la estructura de capital	NO
	Conthe 2006	Entre 5 y 15	Mayoría de externos sobre ejecutivos. La relación entre dominicales e independientes debe corresponderse con la estructura de capital. Al menos un tercio de los consejeros deberían ser independientes	SÍ: apoyo explícito al colectivo femenino
<b>FRANCIA</b>	Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas 2003	No se detalla	Independientes deben ser al menos la mitad en las sociedades de capital disperso y un tercio en el resto	NO [16]
<b>REINO UNIDO</b>	Código Combinado 2006 y 2008	Número suficiente	Al menos la mitad deberían ser independientes. En sociedades pequeñas al menos dos consejeros deberían ser independientes	NO
<b>ALEMANIA</b>	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2006, 2007 y 2008	No se detalla	Consejo de Supervisión formado por un número suficiente de consejeros independientes. Si la empresa es de 500 trabajadores, al menos un tercio deberían ser representantes de los empleados. Si la empresa es de 2000 trabajadores, la proporción será de la mitad	NO
<b>BÉLGICA</b>	Código Lippens 2004	Número suficiente	Al menos la mitad del Consejo deben ser no-ejecutivos y al menos 3 de éstos independientes	NO
	Borrador Código 2009	Número suficiente	Al menos la mitad del Consejo deben ser no-ejecutivos y al menos 3 de éstos independientes	SI [17]
	Código Buysse 2005	No se detalla	Simplemente se aconseja la participación de no-ejecutivos independientes	NO

<b>HOLANDA</b>	Código Tabaksblat 2003 y Código de Gobierno Corporativo de 2008	No se detalla	Miembros del Consejo Supervisor: deberían ser independientes (con la excepción de no más de uno). Si se opta por una estructura unificada, la mayoría de los consejeros deberían ser independientes	NO [18]
	Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003	No se detalla	Mayoría de consejeros independientes	NO
<b>EE.UU.</b>	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA	No se detalla	Mayoría consejeros independientes	NO
<b>OCDE</b>	Principios de Gobierno Corporativo 2004	No se detalla	Número suficiente de no-ejecutivos	NO
<b>EASD</b>	Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo 2000	No se detalla	Número suficiente de independientes	NO
<b>EUROSHA REHOLDE RS</b>	Guía de Gobierno Corporativo 2000	No se detalla	Se aconseja mantener cierta proporción de independientes	NO
<b>IOSCO</b>	Declaración de Principios 2002	No se detalla	No se detalla	NO
<b>UNIÓN EUROPEA</b>	Grupo de Trabajo 2002	No se detalla	Se aconseja que existe un equilibrio entre los ejecutivos y no-ejecutivos, resaltando la importancia de estos últimos	NO

Fuente: Elaboración Propia

### **3.2.5. Comisiones especiales de apoyo al Consejo de Administración**

Como se puede observar al revisar los diversos Códigos sobre Buen Gobierno, en muchos de ellos se propone la constitución de diferentes Comisiones de apoyo, especializadas en una serie de tareas como complemento del trabajo realizado por los Consejos. En este sentido, consideramos que es interesante analizar qué recomendaciones existen al respecto, indicando las Comisiones que se proponen, las funciones asignadas a las mismas, su composición, etc.

Así, el Informe Olivencia denomina a estas Comisiones como órganos consultivos e informativos considerándolas Comisiones delegadas de control. Se aconseja que al menos existan dos de ellas, una dedicada a las funciones de Auditoría y Cumplimiento y otra para los asuntos de Nombramientos y Retribuciones, aunque pueden establecerse también por separado. Respecto a su composición, se recomienda que estén compuestas exclusivamente por Consejeros externos, manteniendo el porcentaje de dominicales e independientes que exista en el Consejo y que estén formadas al menos por tres miembros. Con el Informe Aldama se incorporan algunas diferencias. Por un lado se habla también de la Comisión de Auditoría y Control [19] y de la de Nombramientos y Retribuciones pero se incluye la Comisión de Estrategia e Inversiones. En relación a la composición de las mismas, se indica que los miembros deberían ser Consejeros externos manteniendo la proporcionalidad existente en el Consejo entre dominicales e independientes para las Comisiones de Auditoría y Control y de Nombramientos y Retribuciones, pero sin embargo para la Comisión de Estrategia e Inversiones se amplía la posibilidad de incluir tanto Consejeros ejecutivos como externos. Por otro lado, en el Código Conthe, se comenta que además de la Comisión de Auditoría exigida por ley, sería apropiado crear una o dos Comisiones encargadas de las funciones de Nombramientos y Retribuciones, compuestas por un mínimo de tres Consejeros externos.

De forma similar, el Informe Vienot 1995 recomienda la formación de un Comité de Selección, un Comité de Remuneración y un Comité de Cuentas, como órganos de apoyo del Consejo, indicando para cada uno de ellos una serie de recomendaciones sobre la composición y las funciones designadas a los mismos. Por su parte, las recomendaciones de 2003 simplemente realizan ciertas matizaciones a las orientaciones

impulsadas por el primer Código francés. De una forma más precisa se muestra la AFG en sus Recomendaciones sobre el gobierno de la empresa, al recomendar la creación de al menos tres comités distintos: un comité de auditoría, un comité de selección y un comité de remuneraciones. Asimismo, recomienda que tanto el comité de selección como el de auditoría estén compuestos al menos por un tercio de miembros de “libre interés”, mientras que para la comisión de remuneración se estima deseable que tanto su Presidente como una mayoría de sus miembros estén libres de intereses.

Igualmente, a lo largo de la lectura tanto del Código Hampel como del Código Combinado, se recomienda la formación de la Comisión de Nombramientos, la Comisión de Remuneración y la Comisión de Auditoría, como comisiones de apoyo al Consejo de Administración, señalando ciertas recomendaciones sobre su estructura y composición. La versión del Código Combinado de 2008, no incorpora directamente un listado de las comisiones que se recomienda que se generen como apoyo al Consejo, pero sí que destaca el papel de las mismas a lo largo de las recomendaciones, haciendo especial hincapié en la Comisión de Nombramientos, en la Comisión de Remuneraciones y en la Comisión de Auditoría, indicando algunas recomendaciones sobre su composición y responsabilidades.

También coincide en la propuesta de estas tres comisiones el Código Lippens de 2004 y el Borrador del Código para 2009, señalando que deben estar formadas al menos por tres miembros. Asimismo, el borrador del Código Belga para 2009 especifica las funciones y composición recomendada para cada una de las comisiones. Por su parte, el Código belga Buysse de las sociedades no cotizadas también recomienda la creación de Comisiones delegadas. En este caso se mencionan la Comisión de auditoría, la Comisión de nombramiento, la Comisión de remuneración y la Comisión estratégica, aunque simplemente se enumeran.

También las reglas de Gobierno Corporativo de 2003 de NYSE y los Principios de la NACD de 2008, exigen la formación de tres Comisiones en el seno de las sociedades cotizadas: la Comisión de Nombramiento o de Gobierno Corporativo, la Comisión de Remuneración y la Comisión de Auditoría siendo preferible que estén formadas por consejeros independientes.

En el caso alemán, el establecimiento de estas Comisiones de apoyo depende del Consejo Supervisor. En este sentido el Código alemán de 2000 estableció la creación de varias comisiones: la Comisión General, la Comisión de Cuentas y Auditoría, la Comisión de Personal, la Comisión de Nombramientos, la Comisión de Riesgo de Mercado y de Crédito y la Comisión de Mediación, pero el Informe de 2006 simplemente indica en términos generales que el Consejo de Vigilancia constituirá las Comisiones que considere oportunas para tratar los temas relacionados con la estrategia de la empresa, la remuneración de los miembros de la Junta Directiva, las inversiones y financiaciones... Por otro lado, en la versión de 2007, se presta especial atención a la Comisión de Auditoría, encargada de los temas relacionados con la rendición de cuentas, la gestión de riesgos, el control del auditor externo... Por su parte, la última revisión de 2008, recomienda que el Consejo de Vigilancia forme además de la Comisión de Auditoría, un Comité de Candidatura, constituido exclusivamente por representantes de los accionistas.

El Código Holandés de 2003 y el de 2008 indican que si en una organización con estructura dual el Consejo Supervisor está formado por más de cuatro miembros, es aconsejable formar entre sus miembros, una Comisión de auditoría, una Comisión de remuneración y una Comisión de selección, recomendándose que como máximo exista en cada una de estas comisiones un miembro que no sea independiente (Código de 2008). Por otro lado, en el Código de 2003 se señala que si se tratara de un sistema “one-tier”, sería recomendable que las Comisiones estuvieran formadas exclusivamente por miembros del Consejo de Administración no-ejecutivos.

En las recomendaciones de la OCDE se indica que en el caso de que se creen Comisiones de apoyo (como la Comisión de Auditoría o de Ética, la Comisión Retributiva o la Comisión de Nombramientos) su mandato, composición y procedimientos de trabajo deberán ser fijados y comunicados por los correspondientes Consejos. También se indica que deberán estar compuestas por un número mínimo de miembros no-ejecutivos o exclusivamente por ellos. También en las normas de la EASD se introduce la posibilidad de formar Comisiones delegadas, las cuales deberán estar constituidas por una mayoría de miembros independientes y presididas por un miembro no-ejecutivo, especificando que en las Comisiones de auditoría y remuneración dicho presidente debería ser también independiente. También el grupo de trabajo sobre

legislación europea en 2002 aconseja la creación de diversas Comisiones en el seno de la empresa, especializadas en las funciones de nombramiento, remuneración y auditoría, recomendando que dichos Comités estén compuestos por Consejeros no-ejecutivos que en su mayoría sean independientes. Al contrario que en los casos anteriores, Euroshareholders sólo hace referencia a la creación de una Comisión responsable de los temas relativos a las remuneraciones de los Consejeros. Asimismo, los Principios de IOSCO se detienen principalmente en la Comisión de auditoría, cuya función es garantizar la independencia del auditor externo y controlar las relaciones con el mismo.

**Tabla 3.8. Comisiones de apoyo al Consejo de Administración**

<i>COMISIONES DELEGADAS DEL CONSEJO</i>			
<b>PAÍS</b>	<b>INFORME</b>	<b>COMISIONES</b>	<b>COMPOSICIÓN</b>
<b>ESPAÑA</b>	Olivencia 1998	Comisión de Auditoría y Cumplimiento y Comisión de Nombramientos y Retribuciones	Al menos 3 miembros. Compuestas exclusivamente por externos, manteniendo el porcentaje de dominicales e independientes del Consejo
	Aldama 2003	Comisión de Auditoría y Cumplimiento y Comisión de Nombramientos y Retribuciones, además de la Comisión de Estrategia e Inversiones	Consejeros externos deben mantener la proporción del Consejo, excepto en la Comisión de Estrategia e Inversiones que incluirá también ejecutivos
	Conthe 2006	Comisión de Auditoría, Comisión(es) de Nombramientos y Retribuciones	Mínimo 3 consejeros externos con el Presidente como independiente
<b>FRANCIA</b>	Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas 2003	Comisión de Selección, de Remuneración y de Cuentas	Mayoría de miembros independientes sin que exista ningún mandatario social. Para la Comisión de Cuentas se establece que dos tercios de la misma sean independientes
<b>REINO UNIDO</b>	Código Combinado 2006 y 2008	Comisión de Nombramientos	Mayoría independientes
		Comisión de Remuneración y de Auditoría	Al menos 3 independientes ó 2 si la empresa es pequeña

<b>ALEMANIA</b>	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2006 y 2007	Comisiones especiales para estrategia, remuneraciones..., así como Comisión de Auditoría	No se detalla
	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2008	Se recomienda que el Consejo de Vigilancia forme una Comisión de Auditoría y un Comité de Candidatura.	Para el Comité de Candidatura se recomienda que esté formado exclusivamente por representantes de los accionistas
<b>BÉLGICA</b>	Código Lippens 2004 y Borrador del Código para 2009	Comisión de Auditoría	Exclusivamente no-ejecutivos con mayoría de independientes
		Comisión de Nombramientos y de Remuneración	Mayoritariamente no-ejecutivos independientes
	Código Buyse 2005	Comisión de Auditoría, Nombramiento y Remuneración	No se detalla
<b>HOLANDA</b>	Código Tabaksblat 2003 y Código 2008	Comisión de Auditoría, Remuneración y Selección	Exclusivamente no-ejecutivos o mayoritariamente no-ejecutivos según cuál sea la estructura del consejo.
<b>EE.UU.</b>	Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003	Comisión de Nombramiento o de Gobierno Corporativo y Comisión de Remuneración	Miembros independientes
		Comisión de Auditoría	Mínimo 3 miembros. Necesario garantizar su independencia
	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA	Comisión de Nombramiento o de Gobierno Corporativo, Comisión de Remuneración y Comisión de Auditoría	Miembros independientes
<b>OCDE</b>	Principios de Gobierno Corporativo 2004	Comisión de Auditoría y de Nombramientos	Número mínimo de no-ejecutivos o exclusivamente no-ejecutivos
		Comisión Retributiva	Mayoritariamente independientes



<i>EASD</i>	Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo 2000	Comisión de Auditoría, Nombramiento y Remuneración	Mayoría independientes
<i>EUROSHARE HOLDERS</i>	Guía de Gobierno Corporativo 2000	Comisión de Remuneración	No se detalla
<i>IOSCO</i>	Declaración de Principios 2002	Comisión de Auditoría	No se detalla
<i>UNIÓN EUROPEA</i>	Grupo de Trabajo 2002	Comisión de Nombramiento, Remuneración y Auditoría	Consejeros no-ejecutivos mayoritariamente independientes

Fuente: Elaboración Propia

### 3.2.6. Presidente versus CEO: separación o unión de funciones

En muchas ocasiones las distintas recomendaciones o normativas sobre Buen Gobierno han debatido sobre la dualidad o no en los cargos de Presidente y Director Ejecutivo (CEO), sin llegar a un consenso en las opiniones. En este apartado se revisa el tratamiento realizado en los distintos países a esta cuestión.

En España, el Informe Olivencia considera que no puede establecerse una pauta generalizada ya que tanto la acumulación como la separación de cargos cuentan con diversas ventajas e inconvenientes. Por ello, simplemente indica que en el caso de que la empresa opte por la coincidencia de las figuras de Presidente y CEO en la misma persona, se tomen las medidas de cautelas necesarias para evitar que el poder acumulado en manos de un solo agente pueda resultar excesivo. Por su parte, el Informe Aldama a pesar de exponer que muchas empresas han optado por la separación de cargos, considera que no puede realizarse una recomendación general a favor de esta postura, ya que dependerá de las características de cada una de las empresas, por lo que finalmente opta por seguir la propuesta de Olivencia. Asimismo, el Informe Conthe mantiene la misma postura que los Informes Olivencia y Aldama, no ofreciendo una recomendación clara ni hacia la separación ni hacia la acumulación de cargos, indicando simplemente que en el caso de que se acumulen ambos cargos sería aconsejable que se

adoptaran medidas de cautela como por ejemplo nombrar a un Consejero independiente como coordinador y evaluador.

Debido a las características de la legislación francesa, ya en el Informe Vienot de 1999 se propone una reforma legislativa orientada a la introducción de la opción de poder elegir la coincidencia o no en los cargos de Presidente y CEO, ya que hasta ese momento la ley imponía la unificación de los cargos de Presidente y Director General en sociedades con sistema “one-tier”, permitiendo simplemente la posibilidad de una estructura formada por una dirección y un Consejo de supervisión. Como complemento y resultado de las propuestas del Informe de 1999, el Código de 2003 recoge la nueva legislación aplicada que permite a las sociedades francesas con un único Consejo de Administración la posibilidad de separar las funciones de Presidente y Director general, de modo que actualmente las empresas pueden elegir entre [20] la fórmula monista en la que el Presidente y CEO coincidan en el Consejo de Administración, la fórmula monista pero con separación de cargos o una estructura dual formada por Consejo Supervisor y Consejo Gestor, dando libertad a que cada compañía elija el modo de organización que mejor se adapte a sus características y necesidades. Por su parte, las Recomendaciones sobre el gobierno de la empresa de 2008 de la AFG, se muestran más favorables hacia la separación de poderes con una disociación entre el Presidente y el director general.

Al contrario que la postura tomada por las recomendaciones francesas, en el caso del Código Hampel se indica que siguiendo lo establecido en Cadbury se prefiere la separación de cargos de Presidente y CEO, para evitar una excesiva concentración de poder en manos de una única persona. En este sentido se comenta que si una sociedad opta por la combinación de funciones en un solo agente, el Consejo deberá justificar su postura e informar de la situación. El Código Combinado sigue la misma orientación que sus predecesores incidiendo en la idea de la separación de cargos y división de responsabilidades, indicando que los cargos de Presidente y CEO no deberían permanecer en el mismo agente, ya que como remarca la versión de 2008, “*ningún individuo debería tener ilimitados poderes de decisión*”. Como novedad, las versiones de 2006 y 2008, indican que un CEO no debería poder desarrollar el cargo de Presidente, y en el caso de que excepcionalmente ocurriera esta situación, debería consultarse la decisión a los accionistas principales e informar oportunamente de ello en el Informe Anual.

Asimismo, tanto el Código belga de 2004 como el reciente borrador de 2008, apuestan por una clara separación entre los cargos del Presidente (a la cabeza del Consejo) y el Director Ejecutivo (CEO, encargado del negocio de la compañía), dejando claras las responsabilidades de cada uno de estos agentes, pero manteniendo una estrecha relación entre los mismos. En la misma línea, el Código Buysse recomienda fuertemente la separación de la función del Presidente del Consejo de Administración de la del administrador delegado (CEO).

Por su parte, en los Códigos alemanes, no aparece ninguna mención a la cuestión sobre la unión o separación de los cargos de Presidente y CEO, lo cual puede deberse a la estructura característica de los órganos de gobierno de las empresas alemanas. Al tener establecidos dos Consejos al mando de la empresa, puede que ya no tenga tanto sentido marcar las diferencias entre Presidente y CEO puesto que en cierto modo ya se da dicha separación. En el caso del Código Holandés, tampoco se hace ninguna referencia expresa a la separación o unificación de los cargos y funciones entre CEO y Presidente, tal vez porque al igual que en el ámbito alemán al existir una estructura dual con Consejo Gestor y Consejo Supervisor, la figura del CEO y del Presidente queda diluida. Los Principios de la NACD de 2008 sí que se muestran a favor de la independencia en la estructura de liderazgo, de forma que se considera necesario que el liderazgo del Consejo se encuentre separado de la gestión, bien incluyendo un presidente independiente o un director general.

En el ámbito europeo, la OCDE afirma que la separación de los cargos de Presidente y CEO puede ser un buen modo de garantizar un cierto equilibrio de poderes en el seno del Consejo, mejorando la objetividad e independencia en la toma de decisiones. Pero aunque parezca inclinarse hacia dicha separación, también indica que cada compañía puede desarrollar estructuras organizativas distintas y por tanto no pueden introducirse reglas generales aplicables a todas ellas. Sin embargo, las recomendaciones enunciadas por la EASD se posicionan a favor de la separación de los cargos de Presidente y CEO en organizaciones caracterizadas por “one-tier system”, indicando que en el caso de que se unifiquen los cargos se deberá informar de ello y justificar la decisión tomada.

**Tabla 3.9. Presidente versus CEO: Separación o unión de funciones**

<i>PRESIDENTE VS. CEO: SEPRACIÓN O UNIÓN DE FUNCIONES</i>			
<b>PAÍS</b>	<b>INFORME</b>	<b>SEPARACIÓN-UNIFICACIÓN</b>	<b>OBSERVACIONES</b>
<b>ESPAÑA</b>	Olivencia 1998	Libertad de opción para cada empresa	Si se elige la unificación de cargos, necesario establecer medidas de cautela
	Aldama 2003	Libertad de opción para cada empresa	Si se elige la unificación de cargos, necesario establecer medidas de cautela
	Conthe 2006	Libertad de opción para cada empresa	Si se elige la unificación de cargos, necesario establecer medidas de cautela: establecer un consejero independiente como evaluador
<b>FRANCIA</b>	Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas 2003	Libertad de opción para cada empresa	A través de una reforma legislativa se permitió la separación de cargos / Necesario informar sobre la opción elegida
<b>REINO UNIDO</b>	Código Combinado 2006 y 2008	Separación de cargos	Se recomienda que un CEO no opte al cargo de Presidente
<b>ALEMANIA</b>	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2006, 2007 y 2008	No se detalla	Puede deberse a su estructura dual
<b>BÉLGICA</b>	Código Lippens 2004 y Borrador Código 2009	Separación de cargos	
	Código Buysse 2005	Separación de cargos	
<b>HOLANDA</b>	Código Tabaksblat 2003 y Código 2008	No se detalla	Puede deberse a su estructura dual
<b>EE.UU.</b>	Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003	No se detalla	

	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA	Preferencia por Separación de Cargos	Se anima a adoptar una estructura de liderazgo independiente de forma que el liderazgo del consejo sea distinto de la gestión
<i>OCDE</i>	Principios de Gobierno Corporativo 2004	Libertad de opción para cada empresa	Pero se inclina por la separación de cargos
<i>EASD</i>	Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo 2000	Separación de cargos	Si se elige unificación de cargos, necesario justificar e informar sobre esta decisión
<i>EUROSHARE HOLDERS</i>	Guía de Gobierno Corporativo 2000	No se detalla	No se detalla
<i>IOSCO</i>	Declaración de Principios 2002	No se detalla	No se detalla
<i>UNIÓN EUROPEA</i>	Grupo de Trabajo 2002	No se detalla	No se detalla

Fuente: Elaboración Propia

### 3.2.7. Retribuciones de los Consejeros

Otro de los temas que más expectación genera, es el relativo a las retribuciones de los Consejeros de la compañía, prestando atención tanto a las políticas de retribución ofrecidas, como a la publicidad y/o obligación de informar sobre las mismas, etc.

El Informe Olivencia aconseja que la remuneración de los Consejeros esté relacionada con los rendimientos individuales y de la compañía, así como que sea conocida y sea suficiente para motivar al propio Consejero pero sin resultar excesiva. Se recomienda que una parte de la remuneración esté vinculada a los resultados de la empresa de modo que se encuentren más alineados los intereses del Consejero con los de los accionistas. Para todo ello se sugiere la creación de una Comisión de Retribuciones, para revisar estas políticas. Respecto a la publicidad de las retribuciones, en este caso se recomienda que se aplique la mayor transparencia posible, detallando en la Memoria Anual de un modo individual y pormenorizado los conceptos que componen la retribución total. La Comisión Aldama continúa las recomendaciones sobre publicidad establecidas por Olivencia apoyando la publicidad de las remuneraciones individualizadas y por conceptos. Por otro lado, afirma que se deberían ofrecer exclusivamente a los

Consejeros ejecutivos las remuneraciones consistentes en la entrega de acciones, de opciones sobre acciones o referenciadas al valor de la opción. Como en otras ocasiones, el grado de detalle establecido en el Informe Conthe supera a los otros dos Códigos anteriores. En este caso, el Informe Conthe recomienda que se especifique la política de retribuciones diferenciando por ejemplo los componentes fijos, los conceptos variables, los sistemas de previsión, etc. En la misma línea que en el Informe Aldama, se aconseja que las retribuciones mediante entrega de acciones o de opciones se limiten sólo a los Consejeros ejecutivos. Por su parte, los Consejeros externos deberán recibir una remuneración suficiente para retribuir su formación y dedicación pero no excesiva para no comprometer su independencia. Respecto a la publicidad de esta información, se recomienda que en la Memoria exista un detalle de las remuneraciones individuales y por conceptos para cada Consejero; asimismo, se propone la realización de un Informe sobre la política de retribuciones que pueda estar accesible para los accionistas.

Las recomendaciones francesas en el Informe Vienot de 1999 y en el Código de 2003, indican que en el Informe Anual se incluya un capítulo sobre las remuneraciones percibidas por los dirigentes señalando la política de remuneración de los equipos directivos, el montante total de las remuneraciones diferenciando entre parte fija y variable incluyendo también la remuneración individual y detallada de cada mandatario social, así como la suma global e individual relativa a los plus de asistencia y las reglas de reparto correspondientes. La AFG en sus Recomendaciones sobre gobierno de la empresa de 2008, remarca la importancia de que la política de remuneración sea transparente e indica que los dirigentes y mandatarios sociales ostenten un montante significativo de acciones de la sociedad, de modo que sus intereses también se relacionen con los de la compañía. Asimismo, detalla la información que debería publicitarse sobre el sistema de remuneraciones.

Por su parte, el Código Hampel y las versiones del Código Combinado de 2006 y 2008, establecen como lema general que las remuneraciones sean suficientes para atraer y retener a los directivos que están a cargo de la empresa y que se relacionen con la *performance* corporativa e individual, pero tal y como señala la versión de 2008, se debe evitar pagar más de lo necesario. En cuanto a la remuneración de los no-ejecutivos, la versión de 2006 incluye varias indicaciones: por un lado se considera que puede ser oportuno que reciban una parte en acciones para alinear sus intereses con los de la

compañía y por otra parte y siguiendo las recomendaciones de Cadbury, se indica que no sería conveniente el pago a no-ejecutivos con opciones sobre acciones debido a los potenciales beneficios derivados de su apalancamiento. En este sentido el Código de 2006 señala que en el caso de que se ofrecieran opciones sobre acciones, esta decisión debería aprobarse por los accionistas y además las acciones ejercidas por las opciones deberían mantenerse por lo menos un año desde que el Consejero no-ejecutivo abandonara el puesto en el Consejo. Por otra parte, la versión del Código Combinado de 2008 establece que una proporción de la remuneración de los ejecutivos se relacione con la *performance* individual y de la compañía, mientras que para los no-ejecutivos mantiene la preferencia por la no inclusión de opciones sobre acciones en la remuneración de los mismos.

En el Código alemán, las políticas de remuneración difieren si se trata de los miembros del Consejo de Gestión o del Supervisor. Para el primero de los casos, se indica que las remuneraciones ofrecidas deberán ser las suficientes para motivar la creación de valor a largo plazo, pudiendo incluir programas de incentivos relacionados con el valor de las acciones o el éxito de la compañía. Asimismo, la versión del Código Alemán de 2008 indica que los elementos de remuneración monetarios deben estar formados por una parte fija y otra variable, estando este último término formado por elementos excepcionales o por elementos que incorporen un incentivo a largo plazo. Por otro lado, respecto al Consejo Supervisor, en el Código de 2000 sólo se indica que la remuneración deberá ser apropiada al nivel de responsabilidad, los logros conseguidos.... y que deberá publicarse en las Notas a las Cuentas de la compañía, pero no se incluye ninguna otra recomendación explícita al respecto. Sin embargo, desde la versión del Código de 2006 se indica que los miembros del Consejo Supervisor reciban una remuneración fija y otra basada en los logros según la buena marcha de la compañía a largo plazo. Asimismo será necesario informar de las políticas retributivas aplicadas de forma detallada e individualizada.

De modo similar, los Códigos belgas de 2004 y el borrador de 2008, indican que la remuneración percibida por los Consejeros debería ser suficiente para atraer, retener y motivar a los correspondientes directivos y Consejeros. Respecto a los no-ejecutivos, las remuneraciones deberían tener en cuenta las responsabilidades y compromisos adquiridos por los mismos y se recomienda que no estén relacionadas con la

*performance* de la compañía, suponemos que para garantizar su objetividad. Asimismo se debería informar de las remuneraciones recibidas en el Informe anual. El borrador de 2008, establece que el Consejo debería preparar un Informe de Remuneración que formara parte del capítulo sobre Gobierno Corporativo del Informe Anual. En relación con los Consejeros ejecutivos, se aconseja que una parte de la remuneración sirva para relacionar los intereses personales del individuo con los de la entidad, pero debería realizarse una evaluación y revisión de los mismos. Asimismo se indica que si la remuneración a los ejecutivos se realiza en acciones, opciones sobre acciones... debería seguirse un criterio objetivo, teniendo que ser aprobado previamente por los accionistas, y del mismo modo, en estos casos, los títulos no deberían ejercitarse antes de tres años desde su entrega. También debería informarse de ello en el Informe anual indicando detalladamente por conceptos la remuneración percibida por el CEO y por el resto de miembros ejecutivos. Del mismo modo, el Código Buysse establece que las remuneraciones deben ser suficientes para atraer, motivar y retener a los administradores. En el caso de los administradores externos se recomienda que las contraprestaciones recibidas estén relacionadas con su participación en el Consejo de administración, de modo que se considera que los sistemas de opciones u otros mecanismos de remuneración variable no son apropiados. También se considera necesaria la publicación de las remuneraciones individuales de los administradores.

El Código Tabaksblat holandés de 2003 y el nuevo Código de 2008, diferencian las recomendaciones sobre remuneraciones según el tipo de Consejo. Para el Consejo Gestor, se recomienda que la remuneración retenga a los gestores, pudiendo optar por una parte fija y variable. Si se elige esta modalidad, la remuneración variable deberá estar relacionada con los logros obtenidos tanto en el corto como en el largo plazo. También se recomienda que los niveles de remuneración se fijen en relación con la *performance*, los resultados del precio de la acción, u otros indicadores del desarrollo de la compañía. Por su parte, se aconseja que la remuneración relativa al Consejo Supervisor no dependa de los resultados de la sociedad y que los miembros del Consejo Supervisor no reciban vía remuneración acciones u otros derechos sobre las mismas. Tampoco se recomienda que los miembros del Consejo de Supervisión reciban préstamos personales, garantías, etc. Asimismo se aconseja informar sobre la política de remuneración establecida, diferenciando los componentes fijos y variables cuando sea el caso, los criterios de reparto, los planes de pensiones, etc.



Por su parte, los Principios de NACD de 2008, simplemente señalan que se tengan en cuenta las opiniones de los accionistas en la determinación de la compensación de los ejecutivos, a pesar de que es el Consejo el que tomará la última decisión respecto a la retribución otorgada.

Respecto a las políticas retributivas, los Principios de la OCDE simplemente señalan la necesidad de publicación e información de las políticas retributivas aplicadas, proporcionando información relativa tanto sobre los propios Consejeros (sus méritos, proceso de selección...) como sobre los esquemas retributivos (opciones sobre acciones, sistemas de incentivos...). Por su parte, la EASD establece que la remuneración de los Consejeros sea suficiente para atraer y retener al personal. Asimismo se indica que deberían comunicarse las retribuciones otorgadas, al menos en términos agregados. También Euroshareholders recomienda la necesidad de publicar información detallada y a nivel individual de las remuneraciones percibidas tanto por los Consejeros ejecutivos como por los no-ejecutivos [21]. Asimismo, señala que el pago a los directores ejecutivos puede ser flexible, relacionándolo con la rentabilidad alcanzada por la compañía, pero que en ningún caso debería exceder al doble de la parte de remuneración fija. En este sentido, las recomendaciones sobre Gobierno Corporativo a nivel europeo de 2002 señalan que la incorporación de un componente variable en las remuneraciones es una alternativa posible, pero se recomienda que se acompañe de una apropiada regulación al respecto así como de la aprobación por parte de la asamblea de accionistas, para evitar efectos contrapuestos en lugar de la alineación de intereses. Asimismo se considera que las remuneraciones de tipo variable dirigidas a los Consejeros no-ejecutivos deberían aplicarse con cautela, puesto que podría dañarse su condición de independencia.

**Tabla 3.10. Retribuciones de los Consejeros**

<i>RETRIBUCIONES CONSEJEROS</i>			
<b>PAÍS</b>	<b>INFORME</b>	<b>COMPOSICIÓN</b>	<b>PUBLICIDAD</b>
<i>ESPAÑA</i>	Olivencia 1998	Se recomienda que una parte se vincule a los resultados de la empresa	Informar de forma individual y pormenorizada de los conceptos que componen la retribución total

	Aldama 2003	Remuneración referenciada a acciones sólo para consejeros ejecutivos	Información individualizada y por conceptos
	Conthe 2006	Remuneración referenciada a acciones sólo para consejeros ejecutivos / Remuneración de los externos debe ser suficiente pero no excesiva	Información individualizada y por conceptos, diferenciando componentes fijos, variables...
<b>FRANCIA</b>	Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas 2003	Se menciona la existencia de componentes fijos y variables, pero no se detalla cómo debe formarse la composición de las retribuciones	Información individualizada y por conceptos, diferenciando componentes fijos, variables, bonus, plus de asistencia...
<b>REINO UNIDO</b>	Código Combinado 2006 y 2008	Remuneraciones relacionadas con la performance corporativa e individual / En el caso de los no-ejecutivos puede ser favorable entregar una parte en acciones pero no sería conveniente en opciones sobre acciones	Informar con el detalle individual sobre remuneraciones de los directivos
<b>ALEMANIA</b>	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2006,2007 y 2008	Consejo Gestor: incluir remuneración fija y variable Consejo Supervisor: incluir remuneración fija y variable basada en los logros	Información individualizada y por conceptos, diferenciando componentes fijos, variables... de forma detallada en individualizada
<b>BÉLGICA</b>	Código Lippens 2004 y borrador 2008	No-ejecutivos: no relacionar remuneración con performance Ejecutivos: incluir remuneración variable para alinear intereses	Información detallada por conceptos [22]
	Código Buysse 2005	Considera que no es apropiada la remuneración variable para miembros externos	Publicar remuneraciones individuales

<b>HOLANDA</b>	Código Tabaksblat 2003 y Código de 2008	Consejo Gestor: incluir parte fija y variable relacionada con los logros obtenidos a C/P y L/P Consejo Supervisor: no incluir parte dependiente de los resultados de la sociedad ni vía acciones	Informar sobre la política de remuneración, indicando los componentes fijos y variables, los criterios de reparto...
<b>EE.UU.</b>	Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003	No se detalla	No se detalla
	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA	Tener en cuenta las opiniones de los accionistas para determinar la compensación de los ejecutivos	No se detalla
<b>OCDE</b>	Principios de Gobierno Corporativo 2004	No se detalla	Informar sobre políticas retributivas, esquemas de reparto...
<b>EASD</b>	Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo 2000	Remuneración debe ser suficiente para atraer y retener al personal	Comunicar retribuciones otorgadas, al menos en términos agregados
<b>EUROSHARE HOLDERS</b>	Guía de Gobierno Corporativo 2000	Considera que el pago a ejecutivos puede ser flexible en función de la rentabilidad alcanzada, pero sin exceder el doble de la parte fija	Informar sobre remuneraciones de los consejeros
<b>IOSCO</b>	Declaración de Principios 2002	No se detalla	No se detalla
<b>UNIÓN EUROPEA</b>	Grupo de Trabajo 2002	Las remuneraciones variables son posibles, pero deberían aplicarse con cautela, sobre todo en el caso de los no-ejecutivos	Informar detallada e individualmente de las remuneraciones de los ejecutivos y no-ejecutivos

Fuente: Elaboración Propia

### **3.2.8. Auditores externos: relación con la compañía**

Ya hemos comentado la necesidad y obligatoriedad marcada por la ley española sobre el establecimiento de una Comisión de Auditoría como responsable del control y supervisión a nivel interno de la organización. No obstante, las compañías también cuentan con la participación de auditores externos que verifican y evalúan la buena marcha de las empresas. Respecto a esta cuestión, las recomendaciones sobre buenas prácticas comentan algunos puntos relativos a la independencia de los auditores, su relación con la empresa, etc.

En primer lugar, el Informe Olivencia indica que tanto el Consejo de Administración como la Comisión de Auditoría deben velar por la independencia de los auditores externos controlando e informando sobre el porcentaje que representan los honorarios procedentes de la compañía sobre el total de ingresos de la firma auditora. Se recomienda que las empresas no contraten a aquellos auditores en los que los honorarios recibidos de la organización representen un porcentaje significativo de los ingresos totales del auditor (por ejemplo superior al 10%) para velar por su independencia y objetividad. Asimismo, si la firma de auditoría presta otros servicios de consultoría o asesoría a la empresa, ésta deberá adoptar algunas cautelas al respecto. Por su parte, el Código Aldama indica su acuerdo con las limitaciones de los auditores establecidas en la Ley 44/2002 [23] en su Artículo 51, donde se establecen algunos requerimientos exigidos a los auditores externos para garantizar su independencia. También considera que las compañías deberían establecer sistemas de control sobre las relaciones que mantengan con las entidades auditoras que no sean la propia auditoría de cuentas. En el caso del Informe Conthe, las recomendaciones sobre los auditores externos se incluyen en el apartado relativo al Comité de Auditoría, donde se establece que éste será el encargado de aquellas tareas relativas a las propuestas de selección, nombramiento, sustitución del auditor y responsable de asegurar la independencia del auditor externo.

De forma similar al caso español, en el Informe Vienot de 1999 y en el Código de 2003 se menciona también la necesidad de establecer una relación de independencia entre los auditores y la compañía. En este sentido se comenta por ejemplo que deberá informarse sobre el porcentaje que representan los honorarios pagados por la compañía sobre el

total de ingresos de la firma auditora. Asimismo se aconseja que las compañías no soliciten servicios de asesoría o consultoría a las firmas que auditan sus cuentas para garantizar la independencia y objetividad de los resultados. Por su parte, las Recomendaciones sobre gobierno de la empresa de 2008 de la AFG, muestran su oposición a que los honorarios provenientes de los auditores por cuestiones distintas a la auditoría sean superiores a los honorarios por cuestiones de auditoría, para velar por la independencia de los auditores y para evitar conflictos de intereses.

De forma similar, el Código Hampel dedica un apartado de su Informe a la figura del auditor externo, apuntando que para garantizar su independencia se considera apropiado que el porcentaje de ingresos que una firma auditora reciba de un determinado cliente, sea inferior al 10%. Sin embargo, el Código Combinado indica que en caso de que el auditor externo proporcione también servicios diferentes a la auditoría, se deberá informar sobre las medidas tomadas para garantizar la independencia y objetividad de la relación, pero no incluye ninguna recomendación sobre el porcentaje determinado que debe alcanzar. Asimismo, la versión de 2008 no profundiza en estas cuestiones, indicando simplemente que la comisión de auditoría deberá encargarse de revisar y controlar la independencia del auditor externo así como la objetividad y eficacia del proceso de auditoría y que en el caso de que el auditor preste servicios de no auditoría a la compañía deberá garantizarse la objetividad e independencia del mismo.

También el Código alemán de 2000 muestra interés en la necesidad de asegurar la independencia de los auditores externos, estableciendo para ello unos márgenes que limitan la relación de la firma auditora con la empresa [24]. Sin embargo las versiones actualizadas del Código de 2006, 2007 y 2008 obvian estas recomendaciones, ya que en ningún momento se hace mención a ellas, comentando únicamente que se debe garantizar que el auditor externo sea independiente. Para ello, el Consejo de Vigilancia o la Comisión de Auditoría deberán solicitar al auditor, una declaración de las relaciones profesionales, financieras, personales... que tenga la firma auditora con la compañía o sus miembros, que pudieran interferir en la independencia del auditor.

Por su parte, los Códigos belgas también hacen referencia a los auditores externos en el apartado dedicado a la Comisión de Auditoría, puesto que ésta es la encargada de realizar las recomendaciones oportunas al Consejo sobre la elección, reelección... de la

firma auditora, así como controlar la independencia de los auditores externos. No obstante, no se establecen límites concretos a la relación entre la empresa y la firma auditora. Simplemente se establece que la Comisión de Auditoría podrá especificar junto al Consejo, aquellos servicios de no auditoría que puedan ser permitidos o deban ser excluidos. Asimismo, el Informe Buysse indica que la independencia de los auditores externos debe estar garantizada, pero no se establecen ningunas medidas concretas ni mecanismos para ello.

De un modo similar, el Código holandés de 2003 destaca la importancia tanto de los controles de auditoría interna como del papel del auditor externo y recomienda que tanto la remuneración del auditor externo como la prestación de servicios de no-auditoría, sean aprobadas por el Consejo Supervisor pero no introduce ninguna recomendación respecto a las medidas que debe establecerse para garantizar la independencia y objetividad de la relación del auditor externo con la compañía. Además de las indicaciones anteriores, el Código holandés de Gobierno Corporativo de 2008, establece que el Consejo Gestor junto con la Comisión de auditoría informen sobre sus relaciones con el auditor externo al Consejo de Supervisión, planteando al mismo tiempo cuestiones sobre la rotación del auditor externo o la posibilidad de que ofrezca a la compañía otros servicios más allá de la auditoría.

Al hablar de la Comisión de auditoría que debe formarse en las compañías cotizadas americanas, las recomendaciones de NYSE indican que ésta debería considerar si es necesario que la firma auditora rote regularmente, para garantizar la independencia del auditor. Es decir, aunque no se establece un número de años en concreto en los que una misma firma puede auditar a una compañía, se recomienda que cada sociedad establezca este límite para asegurar la independencia de los auditores externos.

Por su parte, la OCDE establece que se debe garantizar la independencia de los auditores externos. Indica que algunos países establecen una serie de medidas concretas como por ejemplo limitar el porcentaje de ingresos que el auditor recibe por servicios no relacionados con la auditoría, establecer una determinada rotación de los auditores, prohibir la prestación de servicios más allá de la auditoría, etc., pero la OCDE no se inclina por ninguna medida en concreto. Asimismo, la EASD aboga también por la independencia de los auditores externos, pero no introduce ninguna recomendación

concreta para garantizar la objetividad de los mismos. Por su parte, Euroshareholders indica que los auditores deben ser independientes y se aconseja que sean elegidos en la asamblea general, permitiendo a los accionistas que participen en dicha elección, pero no se introduce ninguna otra referencia respecto a las relaciones que puedan existir entre los auditores y la empresa, etc. Sin embargo, al contrario que las recomendaciones europeas anteriores, los principios de IOSCO dedican un apartado exclusivo a la independencia de los auditores. Consideran que es imprescindible que el auditor sea independiente “tanto en hechos como en apariencia”. A este respecto, cada compañía decidirá qué cualidades debe mantener el auditor para poderlo considerar independiente, por ejemplo indicando qué tipo de relación puede mantener con la compañía a la cual audita, qué tipo de servicios de no-auditoría puede proporcionar a sus clientes, etc., pero sí aconseja que los miembros que forman el equipo auditor no permanezcan un excesivo periodo en el puesto, incitando por tanto a la rotación de los auditores. De forma similar, para el grupo de trabajo de la UE de 2002, las cuestiones relativas tanto a la auditoría interna como externa reciben gran importancia, ya que consideran que una buena auditoría depende tanto del auditor externo como del proceso de auditoría interno. Respecto a la firma auditora se apunta que deberían tenerse en cuenta aspectos como la prestación de servicios de no-auditoría a sus clientes o la rotación de los auditores.

**Tabla 3.11. Relación con auditores externos**

<i>AUDITORES EXTERNOS</i>				
<b>PAÍS</b>	<b>INFORME</b>	<b>RELACIÓN INDEPENDENCIA</b>	<b>INFORMACIÓN</b>	<b>OTROS SERVICIOS</b>
<i>ESPAÑA</i>	Olivencia 1998	Se aconseja garantizar la independencia de los auditores externos. Por ello se aconseja no contratar auditores en los que los ingresos recibidos de la compañía sean superiores a un porcentaje significativo (por ejemplo el 10%) del total de ingresos del auditor	Informar sobre el porcentaje que representan los honorarios sobre los ingresos totales del auditor	Controlar con cautela otros servicios prestados de asesoría, consultoría...

	Aldama 2003	Establecer sistemas de control para las relaciones con los auditores	No se detalla	No se detalla
	Conthe 2006	Asegurar independencia del auditor externo	No se detalla	No se detalla
<b>FRANCIA</b>	Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas 2003	Asegurar independencia del auditor externo	Informar sobre el porcentaje que representan los honorarios sobre los ingresos totales del auditor	Se aconseja no solicitar servicios de consultoría o asesoría...
<b>REINO UNIDO</b>	Código Combinado 2006 y 2008	No se detalla	Informar si se reciben servicios distintos a los de auditoría	
<b>ALEMANIA</b>	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2006, 2007 y 2008	Asegurar independencia del auditor externo	No se detalla	No se detalla
<b>BÉLGICA</b>	Código Lippens 2004 y Borrador de 2008	Asegurar independencia del auditor externo	No se detalla	La Comisión de Auditoría determinará qué servicios pueden ser aceptados
	Código Buysse 2005	Asegurar independencia del auditor externo	No se detalla	No se detalla
<b>HOLANDA</b>	Código Tabaksblat 2003 y Código de 2008	No se detalla. Sólo se indica que al menos cada 4 años se valore el funcionamiento del auditor externo	No se detalla	Tanto los servicios de no-auditoría como la remuneración del auditor, deberían ser aprobados por el Consejo Supervisor
<b>EE.UU.</b>	Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003	Asegurar independencia del auditor externo con rotaciones de la firma auditora que establecerá cada compañía	No se detalla	No se detalla



	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA	No se detalla	No se detalla	No se detalla
<i>OCDE</i>	Principios de Gobierno Corporativo 2004	Asegurar independencia del auditor externo. Cada compañía elegirá las medidas que considere más oportunas	No se detalla	No se detalla
<i>EASD</i>	Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo 2000	Asegurar independencia del auditor externo	No se detalla	No se detalla
<i>EUROSHARE HOLDERS</i>	Guía de Gobierno Corporativo 2000	Asegurar independencia del auditor externo. Los auditores deberán ser elegidos en la Asamblea General	No se detalla	No se detalla
<i>IOSCO</i>	Declaración de Principios 2002	Asegurar independencia del auditor externo. Cada compañía elegirá las medidas más oportunas. También se aconseja rotación auditores	No se detalla	Cada sociedad decidirá qué tipo de servicios pueden recibir
<i>UNIÓN EUROPEA</i>	Grupo de Trabajo 2002	Se aconseja tener en cuenta aspectos como la rotación, las relaciones con la empresa...	No se detalla	Cada sociedad decidirá qué tipo de servicios pueden recibir

**Fuente: Elaboración Propia**

### **3.2.9. Participación de Consejeros en otras sociedades**

Para garantizar la máxima independencia y objetividad en la realización de sus funciones, en muchas ocasiones se establecen límites a la participación de los Consejeros en los Consejos o Comisiones de otras compañías.

Respecto a este apartado, el Informe Olivencia indica que al seleccionar Consejeros independientes, no es conveniente que dichos agentes sean o hayan sido miembros ejecutivos de otras compañías puesto que no se aconseja la existencia de “consejerías cruzadas”. Asimismo se considera necesario que los Consejeros comuniquen cualquier relación que mantengan con otras sociedades, puesto que dichos vínculos podrían dañar la lealtad del Consejero hacia la empresa. Por su parte el Informe Aldama establece que es necesario informar sobre los Consejeros cruzados o vinculados que existan en la organización para garantizar la máxima transparencia hacia los mercados. Además, incluye un listado con una serie de deberes de lealtad para los Consejeros que considera imprescindibles y entre los cuales se menciona “no desempeñar cargos en empresas competidoras de la sociedad o de su grupo”, lo cual también podría considerarse como una participación en una compañía ajena. También el Informe Conthe recomienda a las empresas que exijan a sus Consejeros que les informen sobre sus restantes obligaciones profesionales ya que considera que los Consejeros deben dedicar a sus funciones el tiempo y esfuerzo necesario para desarrollar su trabajo eficazmente. También considera que podría ser recomendable limitar el número de Consejos en los que pueden participar sus Consejeros pero no ofrece una cifra concreta al respecto.

En este sentido, en el caso francés se considera que la participación cruzada de Consejeros no debería ser excesiva para mantener criterios de independencia (Vienot 1995), concretando que no debería ser superior a cinco mandatos en sociedades distintas (Vienot 1999). Sin embargo en el Código de 2003 no se hace referencia explícita a ello. Por su parte, la AFG no se muestra favorable a la existencia de administradores cruzados, ya que considera que pueden representar un obstáculo a la transparencia y a la independencia en la toma de decisiones de una sociedad. En este sentido, especifica la posibilidad de acumular mandatos en posiciones fuera del grupo pero con un límite de 3, pudiendo establecerse el límite en 5 en el caso de administradores no ejecutivos.

Tampoco se incluye ninguna observación al respecto en el Código Hampel, pero sin embargo en el Código de 2006 sí se hace una breve referencia. En primer lugar se indica que ningún agente debería ser seleccionado para una segunda presidencia de una compañía del FTSE 100. Asimismo, el Código Combinado en sus versiones de 2006 y 2008, establece que el Consejo no debería permitir que un Consejero ejecutivo a tiempo completo participe en más de una dirección no-ejecutiva de una sociedad del FTSE 100 ni en la presidencia de dichas empresas, por lo que establece unos límites bastante restrictivos en comparación con otras recomendaciones.

También se establece un límite a la participación en otras empresas para los miembros del Consejo en las sociedades alemanas. En este sentido, aunque en el Código alemán del año 2000 no aparece ninguna indicación al respecto, en el de 2006 sí que se introduce alguna breve reflexión que se mantiene también en 2007 y 2008, señalando que los miembros de la Junta Directiva de una sociedad cotizada no deberán formar parte de más de 5 mandatos en Consejos de Vigilancia de compañías cotizadas externas al grupo. En la misma línea, el Código belga de 2004 así como el borrador de 2008, remarcan la importancia de la dedicación de los Consejeros a su trabajo, para lo que se indica que los Consejeros no-ejecutivos no deberían pertenecer a más de 5 órganos de dirección de compañías cotizadas, ya que se considera que el Consejero es necesario que pueda dedicar tiempo suficiente a cada uno de los puestos que ocupa y si pertenece a muchos de ellos esto no será posible. Por su parte el Código Buysse para las sociedades no cotizadas no incluye ninguna recomendación al respecto.

El Código holandés Tabaksblat y el Código de 2008, indican que los miembros del Consejo de Gestión no deberían formar parte de más de dos Consejos Supervisores de otras compañías cotizadas. También se establece que un agente del Consejo Gestor no debería presidir el Consejo Supervisor de una sociedad cotizada. Por otro lado, ambos Códigos aconsejan que el número de Consejos de Supervisión de compañías cotizadas en los cuales puede participar un Consejero, debería estar limitado de modo que se garantice que el agente realiza correctamente todas sus obligaciones. En este sentido se establece un número máximo de 5 Consejos, teniendo en cuenta que para este propósito ser el Presidente de uno de los Consejos de Supervisión cuenta el doble.

En relación con este apartado, en el Código sobre Gobierno Corporativo establecido por NYSE en 2003, simplemente se incluyen algunas sugerencias para el caso de los miembros de la Comisión de auditoría. En este caso se indica que si un miembro de dicha Comisión participa simultáneamente en más de tres Comisiones de auditoría de distintas empresas cotizadas, el Consejo de la compañía debería garantizar que esta situación no dañe el desempeño del agente. Por su parte, los Principios de la NACD de 2008 señalan que los consejeros deberían poder asegurar que tienen tiempo suficiente para asistir a las reuniones del consejo y de las comisiones correspondientes, pero no establece ningún límite exacto ya que considera que son los propios Consejos los que deberían limitar los compromisos de los consejeros atendiendo a sus propias características.

En este ámbito, los Principios de la OCDE indican que deberá informarse de la participación de los Consejeros en Consejos de otras sociedades y se aconseja limitar el número de Consejos en los que participa un mismo agente, pero no se concreta el número determinado ya que se considera que cada sociedad deberá evaluar si la pertenencia de sus Consejeros a varios Consejos de distintas compañías perjudica el rendimiento eficaz de los mismos. También las recomendaciones de la EASD indican que los Consejeros deben contar con suficiente tiempo para ejercer las funciones relativas a su cargo, por lo cual indirectamente implica que se limite la participación de dichos agentes en los Consejos de otras sociedades. Asimismo, el grupo de trabajo de la UE de 2002 indica en primer lugar que las compañías deberían informar sobre las posiciones que ocupan sus Consejeros no-ejecutivos en los Consejos de otras sociedades, considerando al mismo tiempo que debería limitarse el número de Consejos en los que participan los Consejeros no-ejecutivos. No obstante, no se establece ningún número límite de Consejos en los que se pueda participar, ya que se considera que estas condiciones pueden variar en cada compañía que será finalmente la que limite dicha participación.

**Tabla 3.12. Participación de Consejeros en otras sociedades**

PAÍS	INFORME	PARTICIPACIÓN CONSEJEROS EN OTRAS SOCIEDADES: LIMITACIONES
<i>ESPAÑA</i>	Olivencia 1998	No es conveniente que los consejeros independientes sean o hayan sido ejecutivos de otras compañías / Evitar también las consejerías cruzadas / Asimismo, informar de cualquier relación de los consejeros con otras sociedades
	Aldama 2003	Informar sobre consejeros cruzados o vinculados / Como deber de lealtad se indica que los consejeros no deberán desempeñar cargos en empresas competidoras de la sociedad o de su grupo
	Conthe 2006	Consejeros deberán dedicar el tiempo y el esfuerzo necesario para desarrollar su trabajo eficazmente / Se recomienda informar sobre otras obligaciones profesionales de los consejeros / También es recomendable limitar el número de consejos en los que pueden participar los consejeros
<i>FRANCIA</i>	Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas 2003	No se detalla
<i>REINO UNIDO</i>	Código Combinado 2006 y 2008	Se aconseja no reunir dos cargos de Presidente simultáneamente / Se recomienda también no permitir que un consejero ejecutivo participe en más de una dirección no-ejecutiva ni en la presidencia de otras sociedades de FTSE100
<i>ALEMANIA</i>	Código de Gobierno Corporativo Alemán 2006, 2007 y 2008	Los miembros de la Junta Directiva no deberán formar parte de más de 5 mandatos en Consejos de Vigilancia de sociedades cotizadas externas al grupo
<i>BÉLGICA</i>	Código Lippens 2004 y Borrador del Código de 2009	Consejeros no deberían pertenecer a más de 5 órganos de dirección en empresas cotizadas
	Código Buysse 2005	No se detalla

<b>HOLANDA</b>	Código Tabaksblat 2003 y Código de Gobierno Corporativo de 2008	Los miembros del Consejo Gestor no deberían formar parte de más de 2 Consejos Supervisores / Asimismo, un agente del Consejo Gestor no debería presidir el Consejo Supervisor de una empresa cotizada / Se establece un límite máximo de 5 Consejos de Supervisión en los que puede participar un consejero / Ser Presidente del Consejo Supervisor contabiliza como doble a estos efectos
<b>EE.UU.</b>	Reglas de Gobierno Corporativo NYSE 2003	Si un miembro de la Comisión de Auditoría participa simultáneamente en más de 3 comisiones de auditoría de diversas empresas, deberá garantizarse que el desempeño del agente no se vea perjudicado
	Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA	Se indica que los consejeros deben poder asegurar que tienen disponibilidad suficiente para asistir a las reuniones del consejo y de las comisiones
<b>OCDE</b>	Principios de Gobierno Corporativo 2004	Se aconseja limitar el número de Consejos en los que participa un miembro agente, pero será finalmente una decisión de la propia empresa / Asimismo, se debería informar de dichas participaciones
<b>EASD</b>	Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo 2000	Se aconseja limitar la participación de los consejeros en otros Consejos
<b>EUROSHAREHOLDERS</b>	Guía de Gobierno Corporativo 2000	No se detalla
<b>IOSCO</b>	Declaración de Principios 2002	No se detalla
<b>UNIÓN EUROPEA</b>	Grupo de Trabajo 2002	Cada compañía deberá limitar el número de Consejos en los que participan sus consejeros e informar al respecto

Fuente: Elaboración Propia

## **4. REFLEXIONES FINALES**

En este apartado se exponen las principales conclusiones derivadas del análisis anterior, mostrando las características más relevantes de la investigación. Asimismo, se dejan abiertas líneas de investigación futuras sobre las que se espera seguir trabajando.

### **4.1. PRINCIPALES CONCLUSIONES Y REFLEXIONES DEL ESTUDIO**

En primer lugar es importante señalar que la muestra de códigos incluida en el estudio no corresponde con el total de Códigos existentes en los mercados, centrandolo en aquellos Informes que han tenido una mayor repercusión, prestando especial atención a los últimos Informes sobre Gobierno Corporativo elaborados en cada uno de los países analizados. Asimismo, se han seleccionado como elementos de análisis, los apartados de los Informes con mayor trascendencia y que de forma general son tratados por todos los países.

Aunque en algunos de los apartados analizados se pueden encontrar diferencias en las recomendaciones propuestas entre unos Códigos u otros, también existen otra serie de puntos comunes en los cuales coinciden en gran medida y en líneas generales todos ellos, a pesar de que después cada uno de los Códigos pueda incluir una serie de matices o puntualizaciones diversas.

Por ejemplo, se puede comprobar que todos los Códigos sobre Buen Gobierno analizados relativos a países europeos, apuestan por la voluntariedad en la aplicación de las recomendaciones, mostrando ligeras diferencias en lo referente a la publicidad de la información corporativa. En algunos de los países se exige la elaboración de un documento en el que se especifique el grado de cumplimiento con las medidas aconsejadas (por ejemplo el Informe Anual de Gobierno Corporativo en España), mientras que en la mayoría se aconseja informar sobre la adopción de las recomendaciones sobre Buen Gobierno, pero no se exige un formato determinado para ello, etc. Asimismo, la mayoría de ellos se dirigen a sociedades cotizadas, pero cada uno de los Códigos otorga un matiz diferenciador (unos comentan que también podría hacerse extensivo a sociedades no cotizadas, otros incluyen algunas excepciones para sociedades pequeñas, etc.).

Respecto a las funciones de los órganos de gobierno, la mayoría coinciden en la importancia de separar las funciones de supervisión y gestión, o de incluir Consejeros externos en los órganos de gobierno, pero se pueden observar diferencias en las recomendaciones relativas a la composición determinada de los Consejos o el porcentaje de Consejeros independientes que deben formar parte del Consejo, etc. En este sentido cabe destacar que hasta 2006, sólo el Informe Conthe en España hacía referencia explícita a la inclusión de mujeres en los Consejos de las sociedades. No obstante, las últimas versiones de algunos de los Códigos de 2008 (Recomendaciones de la AFG, Borrador del Código Belga de 2009, Código Holandés de 2008) ya incorporan ciertas referencias a las diferencias de género, aunque no se indica de forma concreta como tratarlas.

Del mismo modo, es común que los Códigos incluyan alguna indicación respecto a la constitución de Comisiones de apoyo al Consejo para cuestiones relativas a la selección de los Consejeros, a la remuneración de los mismos, a las actividades de control y auditoría, pero sí que se pueden observar diferencias respecto a la composición y tamaño de las mismas, su denominación, etc.

Por su parte, respecto a la separación de los cargos de Presidente y CEO, mientras que algunos de los Códigos apuestan por no unificar dichas funciones (como Reino Unido y Bélgica) otros prefieren dejarlo a elección de cada empresa, pero indicando en la mayoría de estos casos que si se opta por aunar funciones se establezcan algunas medidas de cautela que garanticen la independencia (es el caso por ejemplo de España). Quizás el apartado relativo a las remuneraciones es en el que se pueden encontrar mayores diferencias. Por ejemplo algunos países consideran que en el caso de los Consejeros no-ejecutivos puede ser favorable otorgarles una parte de la remuneración vía acciones (Código Combinado de Reino Unido), mientras que en otros la recomendación se realiza justo en el sentido opuesto aconsejando que no se relacione la remuneración de los no-ejecutivos con la performance o resultados de la compañía (Código belga Lippens).

Como se puede observar, en líneas generales las orientaciones de los Códigos se mueven en el mismo sentido, apoyando la voluntariedad en la aplicación pero la



necesidad de información, emitiendo recomendaciones sobre la necesidad de incorporar comisiones de apoyo a los Consejos, aunque también se pueden observar algunos elementos en los que las diferencias son notables. No obstante, la existencia de tales diferencias puede ser un elemento enriquecedor, ya que la diferente naturaleza de los Estados, puede ser la causa de que las recomendaciones sean también diversas.

## **4.2. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN**

Las medidas de Gobierno Corporativo comentadas en los apartados anteriores, se puede comprobar que han contado con una importante difusión y aceptación en los últimos años a lo largo de los distintos países. Muestra de ello son por ejemplo la multitud de Códigos de Buen Gobierno que se han ido elaborando en las diferentes potencias mundiales.

En este sentido, además del estudio de los Códigos en sí, puede ser interesante analizar el impacto que el seguimiento de estos Códigos tiene en los mercados financieros, los cuales en muchas ocasiones son utilizados para observar la valoración que los inversores realizan de un determinado acontecimiento. Por ello, un objetivo de estudio a desarrollar sería determinar cuál es el impacto en los mercados financieros y en la propia valoración de la empresa, del seguimiento de las recomendaciones de un determinado Código de Buen Gobierno por parte de una compañía, centrándonos especialmente en el caso español.

Desde esta perspectiva, han sido numerosos estudios [Chhaochharia y Grinstein (2007), De Jong et al. (2000), Lehn et al. (2004), Goncharov et al (2006), entre otros], los que han tratado de determinar las repercusiones de las diferentes medidas de Gobierno Corporativo en las compañías en diferentes mercados, analizando en qué medida el grado de seguimiento de las recomendaciones de Buen Gobierno influye en los resultados empresariales y por tanto, en la creación de valor de la empresa. Así, en Chhaochharia y Grinstein (2007) encontramos que la aplicación de la ley Sarbanes-Oxley en EE.UU. tiene un impacto positivo en el valor de las empresas, mientras que en De Jong et al. (2000) se comprueba que no existen cambios significativos en el valor de las compañías en los Países Bajos por la introducción de las recomendaciones de Peters Committee. Por su parte, Goncharov et al. (2006) observan que el grado de

cumplimiento del Código de Gobierno Corporativo alemán sí es una información relevante valorada por el mercado. Por su parte, Weir y Laing (2000), comprueban que no existe una relación significativa entre el cumplimiento total de las recomendaciones de la Comisión Cadbury y la *performance* de una muestra de organizaciones británicas. Por lo tanto, se observa que existe un amplio abanico de resultados y podría ser interesante realizar un estudio similar en el ámbito español [25].

Por ello, uno de los objetivos a desarrollar en futuras investigaciones consistiría en tratar de valorar el impacto en la creación de valor de las sociedades cotizadas españolas, del seguimiento de los diversos Códigos sobre Buen Gobierno, pudiendo ser interesante analizar el impacto del último Informe publicado, el Código Conthe, comparándolo con las repercusiones que generaran a su vez las recomendaciones anteriores de Olivencia y Aldama. Los resultados del trabajo permitirían comprobar hasta qué punto los inversores valoran la transparencia de las compañías y se trataría de poner de manifiesto también las posibles discrepancias que puedan surgir en los resultados debido a cuestiones como el tamaño de las sociedades, la existencia o no de Informes previos sobre Gobierno Corporativo publicados con anterioridad a los requerimientos legales, diferencias sectoriales, etc. Asimismo, para poder completar ese análisis, también podría resultar atractivo, tomando como referencia el caso español, comparar con los resultados encontrados en los estudios aplicados a otros países anteriormente citados, intentando justificar si las posibles diferencias que se puedan encontrar en el sentido de los resultados, se deben por ejemplo a alguna característica central de los Códigos.

## NOTAS

[1]: En la tabla 3.1. puede observarse una muestra de los Códigos que se han desarrollado por países en materia de gobierno corporativo.

[2]: Los Códigos analizados en este trabajo, como se describe en el apartado 3, son de carácter voluntario a excepción de la SOX en el mercado americano. En este sentido, puede resultar interesante la lectura de Arjoon (2005), donde se reflexiona sobre mecanismos de cumplimiento legal o éticos en el contexto del gobierno corporativo.

[3]: Estas Recomendaciones sobre el gobierno de la empresa de 2008 en Francia, se destinan principalmente a los gestores adheridos a la AFG (Association Française de la Gestion financière) y están enfocadas fundamentalmente para guiar a los miembros de dicha asociación en cuestiones relativas a los derechos de voto. Por ello, al tener un enfoque tan concreto (tanto por la temática como por sus destinatarios) se ha preferido utilizar como elemento de contraste con los otros códigos, el documento sobre Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas de 2003 en lugar de estas recomendaciones de 2008. / La AFG representa a los profesionales franceses dedicados a la gestión de activos.

[4]: Hay que tener en cuenta que se van a tratar aquellos puntos a los cuales se hace referencia en alguno de los Códigos, pero también es necesario aclarar que en algunos casos puede que la ausencia de referencia en los Códigos se deba a que existe alguna legislación al respecto, en el país de origen, que trate dicho aspecto y que por ello se haya obviado en los Informes sobre Buen Gobierno el tratamiento de la cuestión.

[5]: En líneas generales se perciben simplemente pequeñas diferencias entre las versiones actualizadas de 2006, 2007 y 2008. Se aprecian algunos cambios en la redacción o algunas otras pequeñas modificaciones o ampliaciones pero que no varían el sentido y objetivo principal del texto.

[6]: Generalmente el Código Alemán se revisa anualmente, en base a los acontecimientos nacionales e internacionales que hayan acaecido, incluyendo las consiguientes adaptaciones si es necesario, dando lugar a versiones actualizadas regularmente.

[7]: El Código recomienda que las entidades incluyan en el capítulo del Informe anual relativo a Gobierno Corporativo, al menos una serie de puntos detallados en uno de sus anexos y entre los que se encuentran: una descripción de la estructura de gobierno de la compañía, la política de

remuneración, los puntos de referencia de cada una de las Comisiones formadas, la lista de los miembros del Consejo y de las Comisiones, etc., así como el grado de cumplimiento de las medidas establecidas por el Código Lippens y la justificación relativa a aquellos puntos que no se hayan adoptado.

[8]: A pesar del carácter de voluntariedad de los Principios de la NACD de 2008, esta institución asume que las compañías cumplen con la regulación existente en este ámbito (Sarbanes-Oxley Act de 2002, regulaciones de la SEC, etc.)

[9]: Euroshareholders es la Confederación Europea de Asociaciones de Accionistas fundada en el año 1990, cuya principal misión es representar los intereses de los accionistas individuales en la Unión Europea así como dar soporte a temas de gobierno Corporativo a nivel europeo.

[10]: Como bien se indica en el propio Informe, aunque el Gobierno Corporativo se dirige en la mayoría de las ocasiones para proteger a inversores y esta figura no existe en las sociedades no cotizadas, también requiere especial importancia y atención puesto que otra de las misiones del Gobierno Corporativo es organizar eficientemente la dirección de las empresas y sus procesos de decisión, independientemente de la forma organizacional elegida.

[11]: En este ámbito, las Recomendaciones sobre gobierno de la empresa de 2008 de la AFG, establecen como función principal del consejo la actuación del mismo en interés y por cuenta de todos los accionistas.

[12]: El Borrador del Código Belga para 2009 indica que las recomendaciones del Código se han descrito pensando en un modelo de consejo de estructura unitaria “one tier”.

[13]: Los consejeros internos o ejecutivos son aquellos que poseen funciones ejecutivas o directivas en la sociedad y mantienen una relación laboral, mercantil o de otro tipo con la compañía. Los consejeros externos dominicales son propuestos por los accionistas ya que representan paquetes accionariales significativos con capacidad de influencia y control. Los consejeros externos independientes son agentes de reconocido prestigio profesional que no deben estar vinculados al equipo de gestión para garantizar su imparcialidad en la toma de decisiones velando por los intereses del capital flotante.

[14]: Para definir la condición de Consejero independiente, se propone una serie de rasgos que debería reunir un agente para poder adquirir dicha condición, como por ejemplo, no haber sido directivo o empleado de la empresa en los últimos 3 años, no poseer más del 10% del

accionariado, etc. de modo que si se incumple alguno de ellos pero se sigue considerando como independiente la empresa deberá justificar sus motivos.

[15]: Cabe destacar que el Código Holandés de Gobierno Corporativo de 2008, asigna una importante responsabilidad al consejo de supervisión, dedicando una buena parte de las recomendaciones a este órgano.

[16]: No obstante, las Recomendaciones sobre gobierno de la empresa de 2008 de la AFG sí que establecen que exista un equipo de miembros balanceado en lo que se refiere a profesión, nacionalidad, género...

[17]: Como novedad, en el borrador del Código Belga de 2009, se incluye una breve reflexión sobre la diversidad en el consejo, haciendo una especial referencia a la diversidad de género, aunque simplemente se cita esta cuestión pero no se profundiza en ella.

[18]: El Código holandés de gobierno corporativo de 2008 sí que indica que el consejo de supervisión debería optar por una composición diversa en lo que se refiere a género y edad, pero no incorpora ningún dato más al respecto.

[19]: Es necesario aclarar que la Comisión de Auditoría y Control es de carácter obligatorio tras la entrada en vigor de la Ley 44/2002.

[20]: La estructura de las empresas francesas siguió esta evolución: hasta 1966 sólo eran posibles los sistemas “one-tier”; en 1966 se introdujo la posibilidad de optar por un sistema “two-tier”, aunque predominaba la estructura unitaria; desde 2001 se permite diferenciar los poderes ejecutivo y de supervisión en las sociedades con una estructura unitaria, dando lugar a que la figura del Presidente pueda ir separada de la CEO, puesto que hasta ese momento las compañías con sistemas “one-tier” tenían por obligación que combinar los cargos de Presidente y CEO.

[21]: En el Informe comentado, se introduce una reflexión bastante interesante y que no aparece en otros Códigos. Se comenta que la transparencia en las políticas retributivas, puede desencadenar un incremento en las remuneraciones como consecuencia de que los directivos tienden a comparar sus niveles con los de sus homólogos en otras compañías; pero al final se considera que este aspecto negativo se contrarresta con la necesidad de informar a los accionistas sobre los elementos retributivos.

[22]: Por ejemplo, en el Anexo F del Borrador del Código Belga de 2009, se incluye un listado con los aspectos relativos al sistema de remuneraciones sobre los que se debe informar.

[23]: El Artículo 51 de la Ley 44/2002 es el denominado “Introducción de nuevas incompatibilidades para los auditores de cuentas y de medidas para su rotación”.

[24]: Algunas de las recomendaciones que se establecen en el Código Alemán de 2000 respecto a la firma de auditoría son las siguientes: los ingresos obtenidos por la empresa auditora provenientes de la compañía en cuestión no deben superar durante los últimos 5 años más del 30% de sus ingresos totales (extendiendo también la recomendación al año en curso); que la empresa auditora no haya prestado sus servicios para la empresa más de 6 veces en los últimos 10 años; y que no exista ningún conflicto de intereses entre las partes.

[25]: En el contexto español existe un estudio previo en esta línea realizado por Fernández et al. (2004) en el cual se pretende cuantificar la valoración manifestada por los inversores en los mercados ante el anuncio de las sociedades españolas cotizadas sobre el cumplimiento del Código Olivencia. En sus resultados, los autores encuentran que los mercados reaccionan de forma positiva ante el anuncio del seguimiento del Código.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arjoon, S. (2005): “Corporate Governance: An Ethical Perspective”; *Journal of Business Ethics*; vol. 61; nº 4; pp. 343-352.
- Banegas, R., Manzaneque, M., Simón, A. y Tejedo, F. (2006): “Análisis comparativo de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno publicados en España”; *Lan Harremanak: Revista de Relaciones Laborales*; 14; pp. 57-76.
- Bilbao, P. (2004): “El modelo de Gobierno Corporativo de las empresas del Ibex-35: cumplimiento del Código Olivencia”; *Dirección de Estudios y Estadísticas, CNMV*; monografía nº 7.
- Calzada, B. (2007): *El buen gobierno en España: un análisis crítico*; Instituto de Estudios Económicos.
- Canary, H.E. y Jennings, M.M. (2008): “Principles and Influence in Codes of Ethics: A Centering Resonance Análisis Comparing Pre- and Post- Sarbanes-Oxley Codes of Ethics”; *Journal of Business Ethics*; vol. 80; nº2; pp. 263-278.
- Carrasco, A. y Laffarga, J. (2007): “La diversidad en el código de Buen Gobierno”; *Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro*, Coord. Por Juan Carlos Ayala Calvo.
- Cheung, Y.-L., Connelly, Th., Limpaphayon, P. y Zhou, L. (2007): “Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market”; *Journal of International Financial Management & Accounting, Oxford*; 18 (2); pp.86.
- Chhaochharia, V. y Grinstein, Y. (2007): “Corporate Governance and Firm Value - The Impact of the 2002 Governance Rules”; *The Journal of Finance*; 62 (4); pp. 1789-1825.
- “Código Alemán de Gobierno Corporativo”; versión 2006.
- “Código Alemán de Gobierno Corporativo”; versión 2007.
- “Código Alemán de Gobierno Corporativo”; versión 2008.
- “Committee on Corporate Governance: Final Report”; (Informe Hampel); 1998.
- “Corporate Governance in The Netherlands: Forty Recommendations (Peters Committee on Corporate Governance); 1997.
- “Corporate Governance Principles and Recommendations”; European Association of Securities Dealers (EASD); 2000.

- “Corporate Governance Rules for Quoted German Companies – Code of Best Practice for German Corporate Governance”; German Panel on Corporate Governance; 2000.
- “Corporate Governance: Recommandations à l’intention des entreprises non cotées en bourse” (Código Buysse); 2005.
- Cuevas, J. M. (2006): “El código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas”; *Cuenta con IGAE*; 15; pp. 37-42.
- De Jong, A., De Jong, D.V., Mertens, G. y Wasley, Ch. (2000): “The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence from The Netherlands”; *Working Paper; Center for Economic Research*; nº 2000-59.
- “Directors’ Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury – Code of Best Practice” (Informe Greenbury); 1995.
- “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas – Código de Buen Gobierno” (Código Olivencia); *Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*; Madrid 1998.
- European Corporate Governance Institute ([http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php))
- “Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000”; *Euroshareholders*; 2000.
- Fernández, E. (2006): “La adopción de prácticas de Buen Gobierno por las empresas españolas: determinantes y repercusiones”; *Revista española de financiación y contabilidad*; 128; pp. 209-214.
- Fernández, E. y Gómez, S. (2002): “Valoración de los inversores de la adopción de prácticas de Buen Gobierno por las empresas españolas cotizadas”; *Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación*; 233-234; pp. 107-148.
- Fernández, E., Gómez, S. y Cuervo, A. (2004): “The Stock Market Reaction to the Introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms”; *Corporate Governance: An International Review*; vol. 12; nº 1; pp. 29-46.
- “Final NYSE Corporate Governance Rules”; 2003.
- Giménez, I. (2005): “Gobierno corporativo, consejos y consejeros: arquetipos y realidades”; *Economistas*; 105; pp. 189-195.
- Giménez, I. (2007): “Diversidad de género en los consejos de administración. Propuestas y asignaturas pendientes”; *Economistas*; 112; pp. 102-108.



- Gómez, S. y Fernández, E. (2003): “La experiencia del Código Olivencia”; *Análisis Financiero*; 90 (número extraordinario); pp. 63-71.
- Goncharov, I., Werner, J.R. y Zimmermann, J. (2006): “Does Compliance with the German Corporate Governance Code have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis”; *Corporate Governance: An International Review*; vol. 14; nº 5; pp. 432-445.
- Hermes, N., Postma, Th. J.B.M. y Zivkov, O. (2006): “Corporate governance codes in the European Union; Are they driven by external or domestic forces?”; *International Journal of Managerial Finance*; 2 (4); pp. 280.
- “Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas” (Informe Aldama); 2003.
- “Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas – Código Unificado de Buen Gobierno” (Código Conthe); Madrid 2006.
- Institutional Shareholder Services: [www.irrc.org](http://www.irrc.org)
- “Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies”; *National Association of Corporate Directors (NACD)*; 2008.
- “Le Conseil D’Administration des Sociétés Cotées” (Vienot I); *Conseil National du Patronal Français y l’Association Française des Entreprises Privées*; París 1995.
- “Le Gouvernement D’Entreprise des Sociétés Cotées”; (Principes de gouvernement d’entreprise résultant de la consolidation des rapports conjoints de l’AFEP et du MEDEF de 1995, 1999 et 2002); *l’Association Française des Entreprises Privées y le Mouvement des Entreprises de France*; París 2003.
- Lehn, K., Patro, S. y Zhao, M. (2004): “Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000”; *Working Paper; University of Pittsburgh*.
- Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. (Publicado en BOE, nº 171, 18 de julio de 2003).
- Mae, E. y Yong, J. (2005): “Corporate Governance Reform and CEO Compensation: Intended and Unintended Consequences”; *Journal of Business Ethics*; vol. 62; nº 2; pp. 101-113.
- Mallin, Ch. (2003): “Los Códigos de Buen Gobierno: la experiencia británica”; *Análisis Financiero*; 90 (número extraordinario); pp. 73-80.

- McGunable, D.M. (2007): “Corporate Governance in China”; *The Business Review, Cambridge*; 8 (1); pp. 52-60.
- Okike, E.N.M. (2007): “Corporate Governance in Nigeria: the status quo”; *Corporate Governance, Oxford*; 15 (2); pp. 173.
- Pass, Ch. (2006): “The revised Combined Code and corporate governance: An empirical survey of 50 large UK companies”; *Managerial Law*; 48 (5); pp. 467-478.
- “Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE”; *OCDE*; 2004.
- “Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades”; *OCDE*; 1999.
- “Principles for Auditor Oversight; A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions”; *IOSCO*; 2002.
- “Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor’s Independence; A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions”; *IOSCO*; 2002.
- “Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities; A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions”; *IOSCO*; 2002.
- “Raport du Comité sur le Gouvernement D’Entreprise preside par Marc Vienot” (Vienot II); *Association Française des Entreprises Privées y Mouvement des Entreprises de France*; Paris 1999
- “Recommandations sur le gouvernement d’entreprise”, *Association Française de la Gestion Financière(AFG)* ; París 2008.
- Reaz, M. y Hossain, M. (2007) : “Corporate Governance around the World : An Investigation”; *Journal of American Academy of Business, Cambridge*; 11 (2); pp.169-175.
- “Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe”; Bruselas 2002.
- Rodríguez, F. (2006): “Comentarios a las recomendaciones del Código Unificado del Buen Gobierno (publicado por la CNMV el 19 de mayo de 2006): Junta General y Derechos del Accionista (Recomendaciones 1, 3, 4, 5 y 6)”; *Revista de Derecho de Sociedades*; 27; pp. 31-63.
- Rodríguez, M. C. (2006): “Estudio sobre la eficacia de los Comités de auditoría en las sociedades cotizadas”; *Revista Española de Financiación y Contabilidad*; vol. XXXV (132); pp. 885-912.

- Schwartz, M.S., Dunfee, Th.W. y Kline, M.J. (2005): “Tone at the Top: An Ethics Code For Directors”; *Journal of Business Ethics*; 58 (1-3); pp. 79-100.
- Taliento, M. (2007): “The Role and The Ambit of Corporate Governance and Risk Control Frames”; *Journal of American Academy of Business, Cambridge*; 11 (2); pp. 251-256.
- “The Belgian Code on Corporate Governance” (Código Lippens); 2004.
- “The Belgian Code on Corporate Governance” (draft 2009 Code); 2008.
- “The Combined Code on Corporate Governance”; *Financial Reporting Council*; 2006.
- “The Combined Code on Corporate Governance”; *Financial Reporting Council*; 2008.
- “The Dutch Corporate Governance Code: Principles of good corporate governance and best practice provisions”; (Tabaksblat Code); 2003.
- “The Dutch Corporate Governance Code: Principles of good corporate governance and best practice provisions”; *Corporate Governance Code Monitoring Committee*; 2008.
- “The Financial Aspects of Corporate Governance – The Code of Best Practices” (Informe Cadbury); 1992.
- Tipuric, D., Hruska, D. y Aleksic, A. (2007): “Corporate Governance and Ownership Concentration in Croatia”; *The Business Review, Cambridge*; 7 (1); pp. 207-211.
- Urrutia, I. (2006): “El nuevo código de Buen Gobierno: críticas y alabanzas”; *Partida Doble*; 177; pp. 88-95.
- Vera-Muñoz, S.C. (2005): “Corporate Governance Reforms: Redefined Expectations of Audit Committee Responsibilities and Effectiveness”; *Journal of Business Ethics*; vol. 62; nº 2; pp. 115-127.
- Von Rosen, R. (2007): “Corporate Governance in Germany”; *Journal of Financial Regulation and Compliance*; 15 (1); pp. 30.
- Weil, Gothshal y Manges (2002): “Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Members States”; Final Report (on behalf of the European Commission, International Market Directorate General).  
Final Report and Annexes. ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf))

- Weir, Ch. y Laing, D. (2000): “The Performance-Governance Relationship: The Effects of Cadbury Compliance on UK Quoted Companies”; *Journal of Management and Governance*; vol. 4; n° 4; pp. 265-281.

## **Resumen**

El presente trabajo recoge un análisis comparativo realizado entre diversos códigos y recomendaciones de buen gobierno tanto a nivel nacional como internacional. Durante el estudio, se ha revisado una amplia muestra de códigos de gobierno corporativo, prestando especial atención a los aspectos incluidos en los mismos relativos a la composición de los consejos de administración, la voluntariedad versus obligatoriedad de las recomendaciones, el tratamiento otorgado a las figuras de Presidente y CEO, etc., identificando las principales diferencias y similitudes entre ellos y mostrando la evolución temporal de las distintas recomendaciones en los diferentes países e instituciones analizadas. Tras el análisis comparativo se observa que la mayoría de los códigos se orientan en la misma dirección, incluyendo apartados similares en todos ellos, aunque también existen pequeñas matizaciones específicas que los diferencian.

## **Palabras clave**

Códigos de Buen Gobierno, Gobierno Corporativo, Responsabilidad Social Corporativa.

## **Abstract**

*This paper presents a comparative analysis between different codes and recommendations of good governance both nationally and internationally. The study reviews a large sample of corporate governance codes, paying particular attention to the issues related to the composition of boards, the voluntary versus mandatory recommendations, the treatment given to the figures Chairman and CEO, etc., identifying the main differences and similarities between them and showing the time evolution of some recommendations in different countries. The comparative analysis shows that most codes are oriented in the same direction, including similar sections in all of them, although there are small specific peculiarities that make them different.*

## **Key words**

*Codes of Good Governance, Corporate Governance, Corporate Social Responsibility.*