

NUEVA REGULACIÓN FINANCIERA. IMPLICACIONES PARA LA GESTION DE ENTIDADES: El Gobierno  
corporativo

Ana I. Fernández  
Consejera CNMV

Catedrática de Economía Financiera, Universidad de Oviedo

Oviedo, 28 de octubre de 2013

## LA PRINCIPAL ENSEÑANZA DE LA CRISIS

- **Falta de transparencia**, que ha provocado la desconfianza de los agentes en el funcionamiento de los mercados financieros.
- Aunque las crisis sistémicas se hacen patentes como problemas de solvencia, su origen se encuentra en los **comportamientos de los agentes**:

**mala gestión de riesgos, arbitraje regulador y supervisor, falta de solución de conflictos de interés, *prácticas inadecuadas de gobierno corporativo*, entre otros.**

# SOLUCIONES

1. Mejora de la solvencia

2. Ampliación del perímetro de la estabilidad financiera:

➤ **Mejor funcionamiento de los mercados financieros y de los sistemas de organización interna y de incentivos de los agentes que participan.**

Dos ámbitos de interés:

1. Mejora de la transparencia de mercados y emisores: Los mercados de capitales de un país pueden ejercer una influencia considerable en la empresa mejorando el entorno regulatorio sobre las **prácticas de gobierno de las empresas.**

2. Las deficiencias -en cuanto al alcance y claridad- **organizativas y de las normas de conducta** de las empresas que prestan servicios de inversión.

## GOBIERNO CORPORATIVO (*comply or explain*)

- **GC** es el término usado para describir un sistema complementario de mecanismos legales, regulatorios, organizativos y contractuales diseñados para proteger los intereses de los propietarios y para limitar los comportamientos oportunistas de los directivos.
- **Definición OCDE:** El GC es solo una parte de un contexto económico más amplio en el que operan las empresas, que incluye el grado de competencia en los mercados de productos y factores y el marco del entorno legal, regulatorio e institucional.
- **El GC influye sobre la formación de capital y la asignación de recursos.**

NO HAY UN ÚNICO MODELO DE SISTEMA DE GOBIERNO PERO LA **OCDE** HA IDENTIFICADO ALGUNOS ELEMENTOS COMUNES QUE SUBYACEN EN UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

- I. El marco del GC debe promover la transparencia y la eficiencia del mercado, ser consistente con el rule of law y articular claramente la división de responsabilidades entre diferentes supervisores, reguladores y autoridades.
- II. El marco del GC debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.
- III. El marco del GC debe asegurar el tratamiento equitativo de todos los accionistas (incluidos los minoritarios)
- IV. El marco del GC debe reconocer los derechos de los stakeholders establecidos por ley y alentar la cooperación activa
- V. El marco del GC debe asegurar la transparencia de toda la información relevante sobre la empresa.
- VI. El marco del GC debe asegurar una guía estratégica de la empresa, un efectivo control del management por el Consejo y la responsabilidad del Consejo frente a los accionistas.

## REVISION PRINCIPIOS OCDE

- En 2008 se aprueba un plan de acción para desarrollar un conjunto de recomendaciones en áreas como: **la política de remuneración, la gestión del riesgo, las prácticas del consejo y el ejercicio de los derechos de los accionistas** .
- Tres informes entre febrero de 2009 y 2013
- Los dos primeros destacaban debilidades de gobierno que jugaron un papel importante en el desarrollo de la crisis:
  - **Retribuciones**
  - **Gestión de riesgos**
  - **Prácticas del consejo**
  - **Ejercicio de los derechos de los accionistas**
- Nuevo documento en 2013 con reflexiones sobre el impacto del gobierno corporativo sobre la empresa y **la importancia del compromiso de los inversores**

## ASPECTOS RELEVANTES DE LA REVISIÓN GC

- Retribuciones
- Gestión de riesgos
- Prácticas del consejo
- Ejercicio de los derechos de los accionistas
- Importancia del compromiso de los inversores

## Comisión Europea

- Recomendaciones sobre la estructura y transparencia de las retribuciones de los administradores de las sociedades cotizadas.(3177/2009/CE)
- Libros verdes en materia de GC ,
  - Junio de 2010 *Corporate Governance in financial institutions and remuneration policies*
  - Nov 2011 *The EU corporate governance framework*
- Diversidad de Género, Noviembre de 2012
- Diciembre de 2012, Plan de acción Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo, un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas
- Abril de 2013, Información no financiera, proposal for a Directive
- Junio de 2013, Composición del Comité de auditoría, proposal for a Directive
  
- **PRIORIDAD: MEJORA DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS,**
  - eliminando las barreras para el ejercicio transfronterizo del voto,
  - la ampliación de las normas de transparencia,
  - la posibilidad de participar en las Juntas generales por medios electrónicos y
  - la regulación de los votos por representación eliminando las trabas para su ejercicio.



## ESMA (EUROPEAN SECURITIES MARKET AUTHORITY)

- Importancia del dialogo entre las empresas y sus accionistas e inversores institucionales así como el **grado de compromiso** de éstos últimos respecto al GC de las entidades en las que invierten por cuenta de sus clientes.
- Importancia de los proxy advisors (asesores de voto) en el establecimiento de las políticas de voto de los inversores institucionales y el desarrollo de las juntas de accionistas.

Dos problemas con los Proxy advisors:

- Control de los conflictos de interés
- Concentración del sector

### Principales desarrollos normativos en el periodo 2010 – 2013

- Ley 2/2011 de **Economía Sostenible** y Ley 12/2010 de **Auditoría de Cuentas**, por las que se modifican ciertos requisitos de gobierno corporativo de la Ley del Mercado de Valores.
- Reforma de la **Ley de Sociedades de Capital** para la incorporación de la Directiva 2007/36 sobre el ejercicio de determinados derechos de accionistas de sociedades cotizadas (2011).
- Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, que desarrolla el contenido y estructura del **informe anual de gobierno corporativo**, del **informe anual sobre remuneraciones** y otros instrumentos de información
- Circular 4/2013, de 12 de junio, de la CNMV, que establece los **modelos de informe anual de remuneraciones** de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores
- Circular 5/2013, de 12 de junio, de la CNMV, que establece los **modelos de informe anual de gobierno corporativo** de las sociedades anónimas cotizadas, cajas de ahorros y otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores

## COMISION DE EXPERTOS OCTUBRE 2013

### Dos grandes bloques de atención:

#### 1. Junta general y derechos de los accionistas

1. Revitalizar su funcionamiento y la participación de los accionistas: revisión de sus competencias, delimitación de sus funciones, régimen de funcionamiento y de impugnación de sus acuerdos

#### 2. Estatuto de los administradores (responsabilidades fiduciarias), el Consejo de Administración y retribuciones.

1. Deberes de los administradores y su régimen de responsabilidad.
2. Consejero coordinador
3. Evaluación anual de la actividad del consejo
4. Propuestas de nombramiento de consejeros
5. Retribuciones
6. Votación vinculante de la Junta general sobre la política de remuneraciones

## EVIDENCIA TRAS LA CRISIS FINANCIERA

- Desarrollos del mercado que pueden haber influido sobre los incentivos de los accionistas y sus habilidades para desarrollar las funciones de GC:
  - Cambios en la estructura del mercado (Debilidad del vínculo entre ahorradores y empresas),
  - Cambios en las prácticas de negociación (Fragmentación en los mercados de capitales, HFT, ETF...),
- Han provocado :
  - Una disminución de los incentivos para comprometerse a largo plazo
  - Expulsado a los inversores a largo plazo
  - Las empresas en crecimiento muestran mayores dudas para usar los mercados primarios

## PREOCUPACIONES PRINCIPALES

1. **Inversores institucionales y alineación de incentivos.** El incremento de la participación intermediada aleja y debilita el vínculo entre ahorradores y empresas.
2. **Erosión de los incentivos de los inversores y de la confianza de los inversores.** El crecimiento de la inversión intermediada ha incrementado el potencial de desalineación de incentivos junto con la erosión de la confianza y ambos son la mayor fuente de cortoplacismo.
3. **Expulsión de la propiedad a largo plazo**
4. **Disminución del interés por usar mercados primarios de equity.** Asociado a la falta de confianza en los mecanismos de Price Discovery

## A MODO DE SINTESIS (I)

- Importancia del funcionamiento del mercado de capitales donde se negocian los derechos sobre los cash-flows y los derechos de voto. Las condiciones de acceso y de asignación de capital dependen de los incentivos y habilidades de los propietarios, intermediarios, miembros el Consejo, managers y stakeholders.
- Las condiciones para que los mecanismos de GC sean útiles dependen de la diversidad y complejidad de la cadena de inversión.
- En la medida que los mercados de capitales cambian en términos de estructura, participantes, estrategias de inversión y prácticas de negociación así lo hacen las condiciones para el adecuado funcionamiento de los mecanismos de GC.

## A MODO DE SINTESIS (II)

- Regulación poco efectiva: **Traslado de empresas** cotizadas desde países desarrollados a emergentes e Implicaciones para empresas que no cotizan y que en el futuro puedan requerir acceso a los mercados para el crecimiento.
- La extensión y complejidad de la **cadena de intermediarios** entre ahorradores y las empresas puede influir en la eficiencia de la asignación de capital y la disposición de los inversores a desempeñar un papel activo a largo plazo en las empresas que controlan.
- Los inversores institucionales son un **grupo** altamente **heterogéneo** y su deseo y habilidad para comprometerse en GC depende de los incentivos económicos que se derivan de sus modelos económicos y sus estrategias de inversión, así como de sus circunstancias competitivas .

## REFORMAS LEGISLATIVAS Y REGULATORIAS



### Principales desarrollos normativos en el periodo 2010 – 2013

- Ley 2/2011 de **Economía Sostenible** y Ley 12/2010 de **Auditoría de Cuentas**, por las que se modifican ciertos requisitos de gobierno corporativo de la Ley del Mercado de Valores.
- Reforma de la **Ley de Sociedades de Capital** para la incorporación de la Directiva 2007/36 sobre el ejercicio de determinados derechos de accionistas de sociedades cotizadas (2011).
- Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, que desarrolla el contenido y estructura del **informe anual de gobierno corporativo**, del **informe anual sobre remuneraciones** y otros instrumentos de información
- Circular 4/2013, de 12 de junio, de la CNMV, que establece los **modelos de informe anual de remuneraciones** de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores
- Circular 5/2013, de 12 de junio, de la CNMV, que establece los **modelos de informe anual de gobierno corporativo** de las sociedades anónimas cotizadas, cajas de ahorros y otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores

### Ley de Economía



- **Informe Anual de Gobierno Corporativo:** Refundición de los artículos 116 y 116 bis – relativos a la estructura y contenido del IAGC – en el artículo 61 bis de la LMV, incluyendo una descripción de las características de los SCIIF de las sociedades cotizadas y cajas de ahorros con valores cotizados.
- **Informe Anual sobre Remuneraciones:** Nuevo artículo 61 ter de la LMV. Añade el voto consultivo del informe.
- **Otros:** Definición reglamentaria de categorías de consejeros ejecutivos, dominicales e independientes

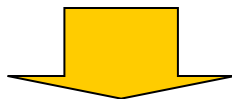
### Ley de Auditoría de Cuentas



- Modificación de la Disposición Adicional Decimoctava de la LMV relativa a la composición y funciones del **Comité de Auditoría** de las sociedades cotizadas:  
introduce la obligación de contar, al menos, con un consejero independiente.



### Transparencia de las Remuneraciones del Consejo

- En 2007, la CE publicó un informe donde se establecía que la mayoría de Estados miembros habían adoptado, mediante mandato legal, la recomendaciones sobre transparencia de las retribuciones de los consejeros. En España se habían incorporado al Código Unificado bajo el principio de “*cumplir o explicar*”.
- En el ejercicio 2009, las 2 únicas recomendaciones que fueron seguidas por menos de 1/3 de las sociedades cotizadas eran la 40 – “*Que el Consejo someta a la Junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros*” – y la 41 – “*Que se detalle en la memoria las retribuciones individuales de los consejeros*” – frente al 77,5% de cumplimiento del resto.
- Tras 3 años de aplicación del Código Unificado no se observaron avances en el seguimiento de las recomendaciones sobre la transparencia de las retribuciones de consejeros



- ☑ El artículo 61 ter de la LMV establece que el Consejo de las sociedades cotizadas debe elaborar un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros, que deberán difundir y someter a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día, a la Junta.
- ☑ Las Caixas también deben elaborar un informe anual de remuneraciones sobre el Consejo

Otras iniciativas y proyectos en curso

- **Plan de Acción** de la Comisión Europea sobre gobierno corporativo (publicado en diciembre 2012)
- **Comisión de Expertos de Gobierno Corporativo:**
  - Propuestas para la reforma legislativa  Septiembre 2013
  - Propuestas para la actualización del Código Unificado  Enero 2014

Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo,  
que desarrolla el contenido y estructura  
del informe anual de gobierno corporativo,  
del informe anual sobre remuneraciones y  
otros instrumentos de información

**Mejor ordenación de la materia** → La OM agrupa la normativa relativa a los requisitos del IAGC (antes 2 OM y Circular) e IARC de las sociedades anónimas cotizadas, las cajas de ahorros y otras entidades emisoras

## Principios Comunes IAGC / IARC

### Transparencia



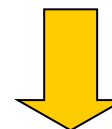
La información deberá ser clara, íntegra y veraz, sin que pueda incluirse información que pueda inducir a error o confusión al objeto de que el inversor pueda formarse un juicio fundado de la entidad

### Responsabilidad



La responsabilidad de la elaboración y contenido del IAGC y del IAR corresponde al órgano de administración

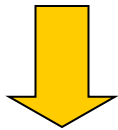
### Forma



La presentación a la CNMV por vía telemática, CIFRADO/CNMV, salvo en casos excepcionales que la CNMV puede admitir formato papel.

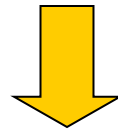
## Principios Comunes IAGC / IARC

### Plazo presentación



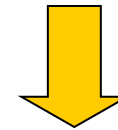
Cuatro meses desde la finalización del ejercicio económico del emisor y no más tarde de la fecha en que se publique la convocatoria de la junta general ordinaria o el órgano que resulte competente para aprobar el informe financiero anual

### Difusión



Los informes serán objeto de publicación como hecho relevante en la web de la CNMV y en la web de la entidad

### Entrada en vigor



Los nuevos modelos de información serán obligatorios para los informes referidos al 2013 que las entidades presente en las juntas de accionistas o asambleas en 2014, con independencia de que su ejercicio sea regular o

## Definición Categorías de Consejeros

- El artículo 61 bis 7. de la LMV incorpora al ordenamiento jurídico las definiciones vinculantes del Código

Unificado sobre consejeros ejecutivos, dominicales e independientes.



- La información incluida en el IAGC sobre la composición del Consejo, sus comisiones delegadas y la calificación de sus consejeros, deberá elaborarse de acuerdo con las definiciones de la Orden 461/2013
- Para la definición de la categoría de consejero independiente se tendrá en cuenta, entre otras cuestiones, que las personas sean designadas, en su caso, por la Comisión de Nombramientos, en atención a sus condiciones personales y profesionales, y puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionadas por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos.
- La Orden ECC 461/2013 define las distintas categorías de consejeros – ejecutivos, independientes y dominicales – inspirándose en las definiciones establecidas como vinculantes por el Código Unificado. Introduce un límite de 12 años de permanencia y una disposición transitoria.



**Novedades IAGC**



**Nuevos requisitos de  
transparencia**

- 1.- Se introduce nueva información, tanto cualitativa como cuantitativa, sobre la **diversidad de género** en los consejos.
- 2.- Se amplía y se concreta la información que debe contener el epígrafe “**Sistemas de control y gestión de riesgos**”, sobre los principales riesgos que pueden afectar a la consecución de los objetivos de negocio, el alcance de los sistemas de gestión y el nivel de tolerancia la riesgo, así como describir los planes de respuesta y supervisión.
- 3.- Se introduce un nuevo epígrafe denominado “**Sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera (SCIIF)**”. Dicho epígrafe debe incluir información estructurada a partir de los cinco componentes básicos del SCIIF: entorno de control, evaluación de riesgos, actividades de control, información y comunicación y supervisión.

## Informe anual de remuneraciones de los

Política de remuneraciones para el año en curso y la prevista para años futuros

Resumen de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio

Detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada consejero

### INFORMACIÓN CUALITATIVA. DESCRIPCION

- Principios y fundamentos generales de la política de remuneraciones
- Componentes fijos y variables. Importancia relativa de conceptos variables v/s fijos
- Papel de la Comisión de Retribuciones
- Sistemas de ahorro a largo plazo. Indemnizaciones
- Condiciones de los contratos de los consejeros ejecutivos
- Anticipos, créditos y garantías concedidos. Remuneraciones en especie

### INFORMACIÓN CUANTITATIVA

- Retribución en metálico
- Pagos basados en acciones
- Sistemas de ahorro largo plazo
- Otros beneficios

El IARC se someterá al voto consultivo, como punto separado, de la Junta

## COMISION DE EXPERTOS OCTUBRE 2013

Dos grandes bloques de atención:

### 1. Junta general y derechos de los accionistas

1. Revitalizar su funcionamiento y la participación de los accionistas: revisión de sus competencias, delimitación de sus funciones, régimen de funcionamiento y de impugnación de sus acuerdos

### 2. Estatuto de los administradores (responsabilidades fiduciarias), el Consejo de Administración y retribuciones.

1. Deberes de los administradores y su régimen de responsabilidad.
2. Consejero coordinador
3. Evaluación anual de la actividad del consejo
4. Propuestas de nombramiento de consejeros
5. Retribuciones
6. Votación vinculante de la Junta general sobre la política de remuneraciones

# JUNTA GENERAL Y DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

## 1. JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS

1. Competencias, posible intervención en asuntos de gestión. LSC art. 161,
2. operaciones sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles
3. aprobación de la política de remuneraciones.

2. Derechos de los accionistas minoritarios. Art. 495 de la LSC, Reducir al 3% el porcentaje mínimo requerido para el ejercicio de ciertos derechos (solicitud de convocatoria de junta, impugnación de acuerdos...

3. Convocatoria de la JG: reforzar la transparencia, incluir propuestas de acuerdos

4. Derecho de asistencia a la JG, umbral máximo a exigir en 1000 acciones

## 5. Votaciones

1. Votación separada de las propuestas de acuerdo
2. Los conflictos de interés de los accionistas: clausula general de prohibición de voto
3. Clausulas limitativas del voto
4. Fraccionamiento del voto: aceptación expresa del voto divergente

6. Adopción de acuerdos: mayoría relativa

7. Derecho de información de los accionistas

8. Impugnación de acuerdos sociales. Ampliación del plazo (3 meses), ampliación del concepto de interés social. Reunir una participación de minoría (1% en las cotizadas)

9. Asociaciones y foros de accionistas

## ESTATUTO DE LOS ADMINISTRADORES (RESPONSABILIDADES FIDUCIARIAS), EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y RETRIBUCIONES

1. Deber y régimen de responsabilidad de los administradores, completar la regulación del actual art. 225 LSC atención a las funciones encomendadas a cada administrador
2. Deber de lealtad art. 226 LSC, evitar situaciones de conflicto de interés
3. Consejo de Administración: composición, competencias y funcionamiento
4. Retribuciones
  - La política de remuneraciones de los consejeros de la sociedad deberá someterse a la aprobación de la junta general de accionistas, a propuesta del consejo de administración y previo informe de la comisión de nombramientos y retribuciones, al menos cada tres años, como punto separado del orden del día.
  - Cualquier modificación requerirá aprobación de la Junta y no podrá realizarse pago alguno mientras no haya sido aprobado por la Junta.
  - Transparencia de las remuneraciones y voto consultivo. El informe anual sobre remuneraciones de los consejeros sigue considerándose el instrumento idóneo para que la sociedad cumpla con sus obligaciones de transparencia y permita a los accionistas conocer y formarse un juicio sobre el sistema de remuneración de los consejeros y su aplicación.
  - El voto de la Junta respecto de este informe de remuneraciones seguiría siendo consultivo pero, en caso de voto negativo, deberá realizarse una nueva propuesta de política de remuneraciones que se verá en la siguiente junta general de accionistas que se celebre.