



UNIVERSITAT DE  
BARCELONA

**La necesidad de contar con un gobierno corporativo regulado para las sociedades anónimas cotizadas. Análisis comparado entre España y Chile**

Alumno: Eduardo Solar Ortega  
Tutora: Cristina Roy Pérez  
Máster en Derecho de la  
Empresa y los Negocios  
Curso 2022 - 2024

**Barcelona, enero de 2024**

## Índice

<b><i>Introducción</i></b> .....	<b>4</b>
<b><i>Gobierno corporativo</i></b> .....	<b>7</b>
<b>Concepto</b> .....	<b>7</b>
<b>Gobierno corporativo, sostenibilidad y criterios ASG</b> .....	<b>14</b>
<b><i>Regulación en España</i></b> .....	<b>20</b>
<b>Situación actual</b> .....	<b>20</b>
<b>Normativa aplicable (hard y soft law)</b> .....	<b>21</b>
Leyes nacionales y normativa UE.....	21
Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores .....	38
Principios de gobierno corporativo del G20 y la OCDE .....	54
<b><i>Regulación en Chile</i></b> .....	<b>63</b>
<b><i>Conclusiones</i></b> .....	<b>75</b>
<b><i>Bibliografía</i></b> .....	<b>82</b>

## **Lista de abreviaturas y siglas**

ASG:	Ambientales, sociales y gobernanza.
CBGSC:	Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.
CMF:	Comisión para el Mercado Financiero.
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
EINF:	Estado de información no financiera.
ESG:	Environmental, social and governance.
G20:	Grupo de los veinte.
LMV:	Ley de Mercado de Valores.
LSA:	Ley sobre Sociedades Anónimas de Chile.
LSC:	Ley de Sociedades de Capital de España.
NCG:	Norma de carácter general.
OCDE:	Organización de Cooperación y de Desarrollo Económico.
OPA:	Oferta pública de adquisición.
SVS:	Superintendencia de Valores y Seguros.
UE:	Unión Europea.

## Introducción

Actualmente, una de las principales materias de estudio del derecho comercial o mercantil moderno es todo lo relacionado con el buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas abiertas<sup>1</sup> o cotizadas<sup>2</sup>. Debido a la gran importancia que se le otorga a este asunto, debidamente justificada por supuesto, es que a través del presente trabajo final de máster se efectuará un estudio de la regulación actual del gobierno corporativo, principalmente, en España y, además, se realizará un repaso respecto de esta materia en el ordenamiento jurídico chileno.

La regulación sobre buen gobierno corporativo o gobernanza como se entiende hoy, debiéndose interpretar el concepto de regulación en sentido amplio, es decir, como la interacción de normas vinculantes e instrumentos de recomendaciones de naturaleza soft law, encuentra sus orígenes en el derecho anglosajón del siglo XX para luego extenderse a los ordenamientos más desarrollados del derecho continental, principalmente los países de la Unión Europea, incluyéndose a España.

El gobierno corporativo como institución jurídica se encuentra en constante evolución, lo cual se puede observar claramente en el cambio de paradigma, si se puede llamar de esa manera, sobre los mecanismos adoptados por diferentes países y, en general, por la comunidad internacional, para abordar su regulación.

En principio, se adoptó y promovió la autorregulación como el principal instrumento, lo que aún consta en los diferentes códigos de buen gobierno de carácter nacional e internacional, y escasas normas vinculantes sobre esta materia. No obstante lo anterior y de acuerdo a lo que se explicará a lo largo de este trabajo, los países más desarrollados, primero los

---

<sup>1</sup> Artículo 2, inciso 2 de la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas de Chile, en adelante LSA: “Son sociedades anónimas abiertas aquellas que inscriban sus acciones en el Registro de Valores. Estarán obligadas a inscribir sus acciones en el Registro de Valores, aquellas sociedades que durante doce meses consecutivos hayan tenido inscritos en el registro de accionistas más de 2.000 accionistas o el número superior que establezca la Comisión mediante norma de carácter general, siempre que con aquel número no se vea comprometida la fe pública, teniendo en consideración el tipo de accionista, naturaleza de la sociedad o circunstancias similares”.

<sup>2</sup> Artículo 495, N° 1 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital de España, en adelante LSC: “1. Son sociedades cotizadas las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado español”.

asociados al derecho común y luego los de la Unión Europea, por los intereses en juego y las malas experiencias vividas, han transitado hacia un modelo compuesto principalmente por normas vinculantes y se ha reducido de manera considerable la autorregulación, tomando una posición más bien complementaria.

Los mercados emergentes, como es el caso de Chile, no han avanzado tan rápido en relación con lo señalado en el párrafo anterior, ya que por las características de sus ordenamientos jurídicos y de sus economías aún insisten con el camino de la autorregulación como mecanismo principal, otorgando espacios de amplia libertad a las sociedades anónimas abiertas o que cotizan en bolsa y no poniendo la atención en la construcción de un marco jurídico sólido.

En razón de lo anterior y mediante este trabajo, se estudiará el estado actual de la regulación española sobre gobierno corporativo, a fin de determinar si cuenta o no con un estatuto suficiente y actualizado a las consideraciones actuales sobre esta materia, es decir, como un entramado de normas y recomendaciones en torno a los órganos de gobierno de las empresas y al interés social de las mismas, incluyéndose a los accionistas como al resto de las partes interesadas. Lo precedente, con el foco puesto en la sostenibilidad y la transparencia de la información respecto de las inversiones y de las actividades que se ejerzan, con el objetivo de crear mayor valor a largo plazo.

De manera similar y atendido al interés de preparar una futura tesis doctoral, también se estudiará el estado actual de la regulación en Chile, obviamente con menor profundidad, con la finalidad de comparar ambos ordenamientos e intentar realizar algunas conclusiones que puedan contribuir al debate. A modo de prevención y sin perjuicio de la normativa societaria de la época, es importante señalar que el sistema chileno recién en el año 2012, con el objeto de elevar los estándares de gobierno corporativo, puso en práctica la autorregulación a través de una norma de carácter general basada en el principio anglosajón de cumplir o explicar, emitida por la autoridad de aquel entonces, la Superintendencia de Valores y Seguros, hoy reemplazada por la Comisión para el Mercado Financiero.

Lo precedente se realizará en base al siguiente esquema: en un primer apartado se hará una referencia a las generalidades y particularidades del concepto relativo a gobierno corporativo, además de su respectiva evolución. En este mismo sentido, se analizará la composición, los destinatarios, los objetivos y los intereses a proteger por parte del buen gobierno corporativo y, sobre este último punto, se revisarán someramente las teorías más importantes sobre el interés social.

En un segundo apartado, se estudiarán los conceptos de sostenibilidad y criterios ESG o ASG y la concerniente relación con el buen gobierno corporativo. Asimismo, se abordarán algunos tópicos relacionados con reputación, gestión de riesgos, implicación de los accionistas a largo plazo y, en general, cuestiones sobre aspectos no financieros.

El tercer apartado se enfocará en revisar la regulación sobre gobierno corporativo en el ordenamiento jurídico español y su situación actual. En concreto y desde una perspectiva hard law, se repasará la normativa aplicable y atinente de carácter nacional y, además, las principales disposiciones relacionadas con la materia de la Unión Europea. Adicionalmente y como instrumentos de naturaleza soft law, se efectuarán referencias sobre la evolución y el contenido de los principios de buen gobierno corporativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de la Organización de Cooperación y de Desarrollo Económico.

En el cuarto y último apartado, se analizará el estadio actual de la regulación sobre este asunto en el ordenamiento jurídico chileno. Por último, se expondrán algunas conclusiones, comentarios y comparaciones concernientes al estatuto sobre gobierno corporativo en España y Chile.

## Gobierno corporativo

### Concepto

Los principios de gobierno corporativo de la Organización de Cooperación y de Desarrollo Económico<sup>3</sup>, los cuales datan del año 1999 y su última versión vigente es del año 2023, configuran un instrumento jurídico de naturaleza soft law o derecho blando y, por ende, de recomendaciones, siendo hoy el principal<sup>4</sup> marco de referencia para toda la comunidad internacional, es decir, miembros y no miembros, en constante evolución y susceptible de adaptar a la realidad y a las circunstancias jurídicas, económicas y culturales de cualquier país del mundo<sup>5</sup>. La propia OCDE más que una definición brinda una descripción acerca de este concepto, a saber<sup>6</sup>:

“El gobierno corporativo de una sociedad implica el establecimiento de un conjunto de relaciones entre la dirección de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otros actores interesados. El gobierno corporativo proporciona también la estructura a través de la cual se fijan los objetivos de la sociedad y se determina la forma de alcanzarlos y supervisar su consecución”.

Se fomenta el buen uso de los principios con el fin de lograr eficiencia económica, estabilidad financiera y crecimiento económico sostenible. Al tratarse de principios y, además, no vinculantes, es posible señalar que no existe un único modelo de buen gobierno

---

<sup>3</sup> La OCDE es una organización internacional cuya misión es diseñar mejores políticas para una vida mejor. Su objetivo es promover políticas que favorezcan la prosperidad, la igualdad, las oportunidades y el bienestar para todas las personas. En colaboración con gobiernos, responsables de políticas públicas y ciudadanos, trabajan para establecer estándares internacionales y proponer soluciones basadas en datos empíricos a diversos retos sociales, económicos y medioambientales. Asesoran en materia de políticas públicas y en el establecimiento de estándares y normas a nivel mundial en ámbitos que van desde la mejora del desempeño económico y la creación de empleo al fomento de una educación eficaz o la lucha contra la evasión fiscal internacional. Disponible en <https://www.oecd.org/acerca/>

<sup>4</sup> Garzón Castrillon, Manuel. 2021. «EL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO.» *“Visión de Futuro” Año 18, Volumen Nº 25 Nº 2*, 160 – 162. Disponible en <https://doi.org/10.36995/j.visiondefuturo.2021.25.02R.005.es>

<sup>5</sup> OCDE. 2016. *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. Editado por Éditions OCDE. París, 9 – 12. Disponible en <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>

<sup>6</sup> (OCDE 2016, 9)

corporativo, sin embargo, todos tienen elementos comunes que son adaptables al giro, tamaño, antigüedad, desafíos y objetivos de la empresa que corresponda.

Sin perjuicio de que este instrumento está pensado para ser aplicado a sociedades anónimas abiertas o que cotizan en bolsa, no existe inconveniente en que también se utilicen para mejorar el gobierno corporativo de sociedades que no cotizan pero que cuentan con un tamaño considerable y, en especial, para las que necesitan captar recursos y/o emitir títulos de deuda<sup>7</sup>, debiéndose destacar que el Informe o Código Olivencia del año 1998, al que nos referiremos más adelante, ya consideraba esta idea<sup>8</sup>.

El gobierno corporativo y sus principios tienen por fin establecer una normativa interna que regule las relaciones y tenga presente las consideraciones de los diferentes grupos de interés de una sociedad, también denominados por la doctrina como stakeholder, dentro de los cuales se encuentran los accionistas, el consejo de administración, la gerencia y altos ejecutivos, y otros interesados tales como trabajadores, acreedores, clientes, proveedores, entre otros. Todo lo anterior, mediante la constitución de estructuras fuertes, claras y transparentes.

El principal receptor de la normativa y recomendaciones sobre buen gobierno corporativo, evidentemente, es aquel ente sobre el cual recae la administración de una sociedad, en España<sup>9</sup> el consejo de administración y en Chile<sup>10</sup> el directorio. Por tanto, es el respectivo órgano de administración quien debe establecer las estructuras señaladas en el párrafo anterior, a fin de dar cumplimiento al modelo que corresponda, identificar y encausar los diferentes tipos de riesgos que se puedan verificar, según el tipo de empresa y sector en el que se desarrolla su giro social, procurando por supuesto evitarlos, sin embargo, siempre

---

<sup>7</sup> Vásquez Palma, María Fernanda. 2022. «La autorregulación adoptada en Chile como instrumento de mejora del buen gobierno corporativo societario: Análisis crítico y desafíos pendientes.» *Revista Chilena de Derecho Privado*, N° 39, 205. Disponible en <https://www.scielo.cl/pdf/rchdp/n39/0718-8072-rchdp-39-0201.pdf> (OCDE 2016, 9)

<sup>8</sup> Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. 1998. «EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.» Madrid, 13 - 14. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>

<sup>9</sup> Artículo 529 bis, LSC, España.

<sup>10</sup> Artículo 31, LSA, Chile.



habrá riesgos insoslayables propios de las actividades y, si este es el caso, actuar de manera diligente con el objeto de mitigar los posibles daños<sup>11</sup>.

Independiente del modelo que un país adopte sobre buen gobierno corporativo, es decir, autorregulación basada en recomendaciones o derechamente la legislación de estas últimas, y a la posibilidad de delegar funciones en entes privados, el control final necesariamente debe recaer en un órgano regulador público que sea independiente, fuerte y con suficientes recursos para sus funciones de regulación, supervisión y cumplimiento. Esto ya que las actuaciones de las sociedades anónimas abiertas o que cotizan en bolsa inciden directamente en el mercado y sus resultados, por lo que es necesario contar con una autorregulación dirigida por el estado y limitar la respectiva libertad empresarial a materias de índole privado<sup>12</sup>.

La consolidación de un buen gobierno corporativo permite alcanzar objetivos económicos más amplios y relacionados tanto con la confianza de los inversionistas como con la asignación de capital, resultando fundamental que estos últimos tengan la certeza de que el capital invertido se encuentra protegido respecto de los altos ejecutivos, consejos de administración y accionistas mayoritarios.

El concepto o, mejor dicho, la institución de gobierno corporativo en los términos expuestos en este trabajo, implica una evolución de la manera tradicional de gobernar las sociedades cotizadas<sup>13</sup> y que tiene por resultado la manera en que lo entendemos hoy, es decir, un entramado de recomendaciones o autorregulación y normas vinculantes o regulación imperativa<sup>14</sup>, vale decir, un modelo de gobierno corporativo de carácter híbrido<sup>15</sup>. En este sentido, la OCDE señala que la autorregulación debe operar como complemento de un marco jurídico sólido<sup>16</sup>. Sin perjuicio del modelo que se adopte, es fundamental que la

---

<sup>11</sup> Fernández Torres, Isabel, y Ramón Hernández Peñasco. 2022. «Reputación y Buen Gobierno.» En *Gobierno Corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 116 – 118.

<sup>12</sup> (Vásquez Palma 2022, 208, 231 - 232)

<sup>13</sup> Esteban Velasco, Gaudencio. 2022. «Gobierno corporativo, interés social y deberes fiduciarios de los administradores: evolución y tendencias.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 63.

<sup>14</sup> (Esteban Velasco 2022, 69)

<sup>15</sup> (Esteban Velasco 2022, 71)

<sup>16</sup> (Vásquez Palma 2022, 207, 231 - 232)

aplicación y cumplimiento por parte de las empresas sea responsable y ético, y no meramente estético<sup>17</sup>.

Lo anterior, surgió a partir de problemas en la estructura organizativa de las empresas de mayor tamaño o, derechamente, problemas de gestión, los cuales evidenciaron conductas éticamente reprochables por parte de altos ejecutivos y consejos de administración en beneficio propio y, por ende, en perjuicio del interés social. Sin entrar en detalle en los emblemáticos escándalos<sup>18</sup> relacionados con este tema, tales como Enron, Worldcom o Arthur Andersen, se puede señalar que desajustes a nivel de gobierno corporativo, ya sea por falta de regulación, supervisión o por conductas poco éticas, se encuentran dentro de las múltiples causas que desencadenaron la crisis financiera mundial del año 2008<sup>19</sup>.

Salvaguardar los intereses de los accionistas respecto de la concentración de poder que detentan los administradores como proteger a los accionistas minoritarios de la fuerza e influencia en relación con los mayoritarios y, además, establecer un control efectivo de los propietarios de las acciones hacia los órganos de administración, puede entenderse como el principal objetivo de los gobiernos corporativos, sus códigos y respectiva normativa<sup>20</sup>.

Esto último obliga a efectuar una breve referencia a la teoría de la agencia, cuestión que se relaciona estrechamente con lo que se expone en los siguientes párrafos. Esta teoría nace a partir de la idea de que la diligencia empleada por los administradores de dinero ajeno no es igual a la de sus titulares y, además, se agrega que los intereses entre administradores y accionistas no son coincidentes, lo que ha sido denominado como problemas o costes de agencia. Esta teoría económica, cuyos primeros postulados corresponden a Adam Smith y que data del año 1776, identifica los referidos problemas de agencia, pudiéndose destacar

---

<sup>17</sup> (Fernández Torres y Hernández Peñasco 2022, 116 - 117)

<sup>18</sup> De Carlos Bertrán, Luis. 2015. *La sociedad cotizada*. 30 de Enero, 33. Disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4613/documento/at02.pdf?id=5765>

<sup>19</sup> (Fernández Torres y Hernández Peñasco 2022, 116 - 117)

Godoy Uson, María Paz, Eduardo Walker Hirschfeld, y Matías Zegers Ruiz-Tagle. 2018. «Análisis del primer intento de imponer autorregulación sobre gobierno corporativo en Chile: Resultados de un oxímoron.» *Revista Chilena de Derecho*, vol. 45 N° 1, 185. Disponible en <https://scielo.cl/pdf/rchilder/v45n1/0718-3437-rchilder-45-01-00179.pdf>

<sup>20</sup> (Garzón Castrillon 2021, 158 - 159)

Vásquez Palma, María Fernanda. 2012. «Gobiernos corporativos y deberes de los administradores de las sociedades anónimas: cuestiones actuales (desde la Ley N° 20.382) y reformas pendientes.» *Cuadernos de extensión jurídica, Universidad de Los Andes de Chile*, N° 22, 175. Disponible en <https://www.uandes.cl/wp-content/uploads/2019/03/Cuaderno-de-Extension-Juridica-N-22-Sociedades-de-capital.pdf>

los conflictos de interés, y propone cómo gestionarlos. La teoría de la agencia ha operado como piedra angular del desarrollo del gobierno corporativo<sup>21</sup>.

En este mismo sentido, es conveniente comentar que la estructura orgánica de las sociedades, en este caso de las anónimas abiertas o que cotizan en bolsa, tradicionalmente se caracterizaban por tener como foco exclusivamente el interés de los accionistas y la creación de valor para estos mismos<sup>22</sup>, también conocidos como shareholder, cuestión que ha ido cambiando con el tiempo en los países más desarrollados y no tanto en los mercados emergentes como es el caso de Chile y Latinoamérica<sup>23</sup> en general, donde la propiedad y la administración siguen muy concentradas.

No hasta hace mucho tiempo, la consideración señalada en el párrafo anterior y que corresponde doctrinariamente a la tesis contractualista<sup>24</sup> del interés social, la cual representa los postulados del estado liberal clásico, fue y sigue siendo la favorita tanto para la doctrina como para la jurisprudencia de muchos países. Esta tesis postula que el interés de la sociedad corresponde al interés común o, en otras palabras, a la suma de intereses de los socios accionistas y a la creación de valor para ellos mismos, lo que es sinónimo de poner el foco exclusivamente en la generación de la mayor cantidad posible de utilidades, cuyo único límite sería la ley, lo que coincide con la teoría denominada shareholder value<sup>25</sup>.

En este mismo contexto, también se debe aludir a la teoría institucionalista y pluralista<sup>26</sup>, de origen alemán, a través de la cual se arguye que el interés de la sociedad, entendido como un sujeto de derecho distinto a sus accionistas, se centra en la búsqueda de su conservación y rentabilidad, además de la consideración del interés de otras partes e incluyendo, incluso, al bien común. Esta teoría también ha sido denominada como stakeholder value<sup>27</sup>.

---

<sup>21</sup> (Garzón Castrillon 2021, 162 - 163, 168 - 170)

<sup>22</sup> (Esteban Velasco 2022, 74 - 75)

<sup>23</sup> Campillo Cortés, Luis, y Guadalupe Briano Turrent. 2022. «Criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) para empresas familiares latinoamericanas.» *PODIUM* (42), 80. Disponible en <https://revistas.uees.edu.ec/index.php/Podium/article/view/934/715>

<sup>24</sup> Vásquez Palma, María Fernanda. 2023. «El interés social en las sociedades anónimas chilenas: una relectura a la luz del buen gobierno corporativo.» *Revista de derecho privado*, N° 44, 217 – 219. Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/8958885.pdf>

<sup>25</sup> (Garzón Castrillon 2021, 164)

<sup>26</sup> (Vásquez Palma 2023, 219 - 220)

<sup>27</sup> (Garzón Castrillon 2021, 165)

A las referidas tesis se suma una tercera, de carácter ecléctica según el punto de vista del autor, y que se denomina como enlightened shareholder value<sup>28</sup>. Esta doctrina de origen inglés establece que el interés social lleva envuelto un fin lucrativo a largo plazo, considerando siempre el interés particular de los trabajadores, proveedores, consumidores y otras partes interesadas y, además, respetando la normativa vigente.

Recién en el año 2015 España incorpora al CBGSC las consideraciones relativas a los intereses de los otros grupos interesados y no solo el de los accionistas, señalados anteriormente como stakeholder<sup>29</sup>, indicando como responsable de la promoción y defensa del interés social al consejo de administración, sin embargo, actualmente no existe una definición de interés social ni una referencia expresa a tal doctrina en la Ley de Sociedades de Capital de España sino que solo se indica el mejor interés de la sociedad<sup>30</sup>, por tanto, es necesario recurrir a interpretaciones. Existe consenso respecto a que la consideración de las otras partes interesadas, además de los accionistas, crea mayor valor a largo plazo<sup>31</sup>.

El interés social y el propósito último para el buen gobierno corporativo, en cierta medida coincide con la referida teoría denominada enlightened shareholder value, ya que considera la búsqueda de utilidades de manera sostenible o a largo plazo, satisfaciendo los intereses de todas las partes interesadas, lo cual incluye a los accionistas y al interés público<sup>32</sup>.

A pesar de que el principal receptor del conjunto de normas y recomendaciones sobre gobierno corporativo son los órganos de administración de las sociedades, en los términos antes expuestos, no es menos cierto que la institución en comento es depositaria de intereses<sup>33</sup> que van más allá del de los accionistas o propietarios del capital social, lo que coincide con lo señalado en el párrafo anterior y, por ende, la administración debe ser

---

<sup>28</sup> (Vásquez Palma 2023, 220 - 221)

<sup>29</sup> (Esteban Velasco 2022, 76 - 77)

Mas-Guindal García, Julia. 2022. «Sostenibilidad y Gobierno Corporativo. El contenido mínimo de las políticas de sostenibilidad y su supervisión interna en la compañía.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 394. Principio N° 9 y Recomendación N° 12 del CBGSC de España.

<sup>30</sup> Artículo 227, LSC, España.

<sup>31</sup> (Vásquez Palma 2023, 221 - 222)

<sup>32</sup> (Vásquez Palma 2023, 232)

(Garzón Castrillon 2021, 157)

<sup>33</sup> Palao-Uceda, Juan. 2022. «Gobernanza corporativa y sostenibilidad: una aproximación legal y humanística.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 145.

prudente y preocuparse de no afectar estos otros intereses. De lo contrario, será la empresa en su conjunto la principal dañada.

En relación con lo planteado y como medida a propósito de la atención a las otras partes o grupos interesados de las sociedades, el mundo empresarial, poco a poco, ha ido flexibilizando el tradicional y jerárquico órgano de administración permitiendo que los trabajadores sean parte de las decisiones relevantes, lo que ha sido denominado como horizontalidad corporativa. De manera vanguardista, el ordenamiento jurídico alemán, en su ley de codeterminación, considera a los representantes de los trabajadores como un integrante más de los órganos relacionados con la gobernanza<sup>34</sup>.

Enseguida, los principios de buen gobierno comunes a todo modelo se pueden resumir en los siguientes: 1) Trato igualitario y protección de intereses de los accionistas; 2) Reconocimiento de los stakeholder de la empresa; 3) Determinación de responsabilidades y funciones de los integrantes del órgano de la administración social; 4) Tratamiento de la información de manera segura y transparente; 5) Identificación, medición, gestión y seguimiento de riesgos; 6) Principios concernientes a ética y sostenibilidad; 7) Prevención de operaciones ilegales y conflictos de interés; 8) Develamiento de hechos indebidos y protección a los informantes; 9) Compromiso con las reformas de gobierno corporativo.

Por tanto y a grandes rasgos, el objetivo central de todo gobierno corporativo, además de lo ya mencionado, es que las empresas cotizadas e, incluso, aquellas grandes que no cotizan en bolsas de valores, estén dotadas de procesos, prácticas y políticas que generen un ambiente de confianza y transparencia con el fin de divulgar información de carácter relevante, de manera periódica y pública. En caso contrario, los inversionistas<sup>35</sup> tomarán la decisión de excluir de sus respectivos portafolios a tales sociedades ya que hoy es imprescindible contar con información transparente, confiable y de calidad.

---

<sup>34</sup> (Palao-Uceda 2022, 149)

<sup>35</sup> (Garzón Castrillon 2021, 155)

## Gobierno corporativo, sostenibilidad y criterios ASG

Gobierno corporativo y sostenibilidad son dos conceptos que se encuentran interrelacionados, sin embargo, el primero de estos y el cual es el objeto de estudio de este trabajo, sería considerablemente más amplio. No obstante lo anterior, la sostenibilidad se trata de un concepto transversal y multidisciplinar y, en consecuencia, no es posible encasillarlo en una sola área o rama del derecho<sup>36</sup>. En este mismo sentido y sin ánimo de ahondar en este asunto, existe también la idea de que el gobierno corporativo sería parte de la responsabilidad social corporativa o sostenibilidad, cuestión que toma fuerza a la hora de hablar de inversiones en empresas que respetan los criterios ESG o ASG<sup>37</sup>, sigla que viene de los factores ambientales, sociales y de gobernanza, en castellano, los cuales componen el concepto de sostenibilidad<sup>38</sup>, destacando que uno de sus principales objetivos es gestionar mejor el riesgo y generar rendimientos sostenibles a largo plazo. A continuación y para un mejor entendimiento del presente trabajo, se transcribe la acepción de cada uno de estos criterios, a saber<sup>39</sup>:

“Factor medioambiental o relativo a cuestiones como la medición de la huella de carbono de la empresa, la escasez y gestión eficiente de recursos, la utilización de energías limpias o el impacto en la biosfera.

Factor social o concerniente a la toma en consideración de la gestión de la compañía hacia las personas o grupos de interés que puedan verse afectadas por su actividad (empleados/ proveedores/ conjunto de la población o

---

<sup>36</sup> (Esteban Velasco 2022, 68)

Embid Irujo, José Miguel, y Paula Del Val Talens. 2016. *La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law*. Madrid: Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado, 39 – 46. Disponible en [https://www.boe.es/biblioteca\\_juridica/abrir\\_pdf.php?id=PUB-PR-2016-48](https://www.boe.es/biblioteca_juridica/abrir_pdf.php?id=PUB-PR-2016-48) Al respecto y desde un punto de vista de ubicación normativa, la responsabilidad social corporativa es posible situarla en el ámbito del derecho mercantil y, siendo aún más específico, en el derecho de sociedades, ya que ahí se encuentra la principal regulación sobre las empresas. Asimismo, la responsabilidad social corporativa no es exclusiva de las sociedades anónimas cotizadas o abiertas sino que también la pueden llevar a cabo el resto de los tipos sociales e, incluso, personas jurídicas sin fines de lucro.

<sup>37</sup> (Esteban Velasco 2022, 69)

<sup>38</sup> Prieto, Juan. 2022. «La implicación de los accionistas en el entorno de la nueva normativa.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 283.

<sup>39</sup> Serrano Sordo, Teresa. 2022. «ASGA la sostenibilidad y las líneas de actuación de la compañía. Impacto de los criterios ASG en la industria de gestión de activos.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 362.

comunidades vinculadas con la empresa). Sirvan como ejemplos las condiciones de trabajo (infantil, esclavitud), la seguridad, la diversidad e igualdad laboral, los derechos humanos, etc.

Factor de gobernanza o referido a la gestión y liderazgo de la compañía, políticas internas, retribución de directivos, controles internos, etc. A modo de ejemplos ilustrativos caben citar las conductas anticompetitivas, la malversación de fondos, la corrupción, etc.”

En razón de lo anterior, se puede argüir que lo medioambiental, por un lado, nace con la urgencia de comprender, empatizar y tomar acción respecto al cambio climático. En otras palabras, significa que las empresas deben tomar conciencia acerca de los efectos que producen sus diferentes actividades y cómo estos generan consecuencias en el medio ambiente y, por otro lado, que el aspecto social implica actos que permitan generar mayor entendimiento en relación con este tipo de cambios, teniendo como ejes centrales los derechos humanos, la inclusión y la diversidad, comprendiendo y teniendo presente el impacto que producen las empresas a sus entornos y comunidades<sup>40</sup>. Para que esto funcione es imperativo contar con un gobierno corporativo eficiente en los términos de la referida definición.

Dicho lo anterior, es que los criterios ESG o ASG se pueden definir como un conjunto de factores, definidos previamente, que operan como indicadores relativos al grado de responsabilidad respecto de las actividades e inversiones de una empresa. Por tanto y de manera estándar, permiten que los inversionistas y otros grupos de interés puedan evaluar desde una perspectiva externa el comportamiento corporativo, el desempeño y la sostenibilidad de las compañías<sup>41</sup>.

La consideración y aplicación de estos criterios respecto de las empresas que cotizan en bolsa, y las que no también, se tiene que efectuar entendiéndolos como un conjunto, es decir, los tres factores debidamente integrados, sin perjuicio de que la gobernanza deba actuar como plataforma para el resto de los factores<sup>42</sup>.

---

<sup>40</sup> (Campillo Cortés y Briano Turrent 2022, 75)

<sup>41</sup> (Campillo Cortés y Briano Turrent 2022, 79)

<sup>42</sup> (Prieto 2022, 305)

Lo importante y de manera indiscutible, es entender que la sostenibilidad, criterios ESG o ASG y gobierno corporativo son conceptos que dejaron de ser meros anhelos<sup>43</sup> y se han transformado en asuntos que se han tomado la agenda internacional y legislativa de los países y, además, han pasado a ser un tópico de obligatoria revisión en el orden del día de las diferentes sociedades.

Es transcendental que los referidos criterios logren permear todas y cada una de las áreas de las empresas, de manera interna y externa, convirtiéndose y considerándoseles tanto en la normativa aplicable como en las diferentes estrategias que se promuevan y, en definitiva, en la cultura y valores de la compañía, estableciéndose políticas para tales efectos, es decir, independiente del modelo que se adopte para la aplicación de los mismos, centralizado, descentralizado o híbrido, los factores deben pasar a formar parte de la esencia de los consejos de administración y de la sociedad en su conjunto<sup>44</sup>.

La responsabilidad social corporativa o, mejor dicho, sostenibilidad, como se le denomina en la actualidad<sup>45</sup>, tiene que ver con cuestiones no financieras de una empresa, cuya respectiva información, valga la redundancia, no financiera, debe ser puesta a disposición de manera transparente para con el regulador, inversionistas y otros grupos de interés o, dicho de otro modo, con el mercado en general. Independiente del concepto que se escoja utilizar, se debe señalar que su regulación hoy en España está configurada por un conjunto de normas provenientes principalmente de la Ley 11/2018 y recomendaciones del CBGSC, en base al principio de cumplir o explicar<sup>46</sup>. Los orígenes de este último principio corresponden al conocido y denominado Informe Cadbury del año 1992 del Reino Unido, correspondiente al Informe del Comité de aspectos financieros del gobierno corporativo, documento que es considerado como el primer instrumento de autorregulación sobre la

---

<sup>43</sup> Uría Fernández, Francisco. 2022. «La sostenibilidad como criterio orientador del gobierno corporativo.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 218 – 219.

<sup>44</sup> (Uría Fernández 2022, 233)

<sup>45</sup> Embid Irujo, José Miguel. 2022. «La vertiente no financiera (responsabilidad social corporativa y sostenibilidad) en la reciente evolución del Derecho español.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 54 – 58. (Mas-Guindal García 2022, 391 - 392)

<sup>46</sup> (Embid Irujo 2022, 58 - 60)

(Mas-Guindal García 2022, 386)

CNMV. 2020. *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, Junio, 7 – 9. Disponible en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG\\_2020.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf)



materia. A raíz del referido informe, Reino Unido publicó el primer código de buen gobierno, de la manera en que se concibe hoy, denominado UK Corporate Governance Code<sup>47</sup>.

Tal es la importancia de la sostenibilidad y de su relación con la gobernanza, que el reconocido abogado español, Francisco Uría Fernández, quien es parte de la doctrina en esta materia, ha llegado a señalar que “la sostenibilidad está llamada a convertirse, en mi opinión, en una fuerza transformadora de la mayor importancia en la vida de las sociedades en todo el mundo lo que implica, en consecuencia, que tendrá un importante y creciente protagonismo en su gobierno corporativo”<sup>48</sup>. De hecho, la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>49</sup>, en su código de buen gobierno corporativo del año 2020, específicamente en su principio número 24 y recomendación número 55, establece como facultad indelegable del consejo de administración la promoción de la política de sostenibilidad respecto a asuntos medioambientales y sociales, lo cual se condice con lo señalado en el artículo 529 ter de la LSC.

La concepción que se tiene de una empresa o sociedad desde un punto de vista exterior, es decir, cómo los terceros aprecian o sencillamente ven a esta persona jurídica, tiene que ver con la reputación corporativa, concepto el cual también se encuentra relacionado con los principios de buen gobierno corporativo y la sostenibilidad y, por ende, con los aspectos no financieros de estas entidades<sup>50</sup>. Por lo anterior, es que a mejor reputación mejores serán los resultados económicos y, en esta misma línea, será mayor la confianza que tendrán los diferentes grupos de interés respecto de la empresa y también el valor de cotización<sup>51</sup>.

La consideración de la sostenibilidad y la aplicación de los factores ASG por parte de los órganos de administración, como responsables del gobierno corporativo de las compañías, ha tomado tanta importancia que el cumplimiento de la normativa atinente y la adopción de los diferentes instrumentos de derecho blando sobre esta materia son elementos que

---

<sup>47</sup> (De Carlos Bertrán 2015, 33)

<sup>48</sup> (Uría Fernández 2022, 215)

<sup>49</sup> La CNMV es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos. El objetivo de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores. La acción de la Comisión se proyecta principalmente sobre las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores, y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva. Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/quees/funciones-cnmv.aspx>

<sup>50</sup> (Fernández Torres y Hernández Peñasco 2022, 100)

<sup>51</sup> (Fernández Torres y Hernández Peñasco 2022, 101)

cada día más inversionistas analizan<sup>52</sup> con mayor detención al momento de incluir a una empresa en sus respectivos portafolios. En caso de inobservancia total o mero cumplimiento formal, tales activos se irán convirtiendo en inversiones poco atractivas<sup>53</sup>.

Entendiendo que la gestión general y específica de los riesgos de una empresa es uno de los principales objetivos de la aplicación de los principios de buen gobierno corporativo, es que la identificación, medición, gestión y seguimiento de los relativos a reputación se ha tornado en un asunto de suma relevancia para las administraciones sociales. Constancia de esto último es que se incluyen de manera expresa los riesgos reputacionales en el artículo 86.4 de la Directiva de la Unión Europea 2013/36 de fecha 26 de junio de 2013, sobre el acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, sin embargo, cabe destacar que en la práctica este tipo de riesgos, debido a la importancia que conllevan, son considerados también por empresas de otros sectores pero de tamaño importante<sup>54</sup>.

Sin ir más lejos, la propia CNMV, en su código de buen gobierno corporativo del año 2020, modificó las recomendaciones números 22, 42, 45 y 55 sobre reputación corporativa, reforzando y exigiendo una mayor atención por parte de la administración social respecto a tales asuntos e, incluso, agregó los riesgos relacionados con la corrupción, calificación que antes no se mencionaba<sup>55</sup>.

Tal como se ha pretendido transmitir en los párrafos anteriores, el principal grupo de interés de una sociedad respecto del cual se debe observar la normativa, recomendaciones e implementación del gobierno corporativo, entendido como una institución jurídica, corresponde a los órganos de administración como responsables directos<sup>56</sup> de promover el interés social, sin embargo, no se puede dejar afuera a los accionistas de las mismas, quienes configuran el otro principal grupo de interés. Es así que la normativa de la Unión Europea y, en cierta medida, la de España, asunto que también se revisará en los siguientes

---

<sup>52</sup> Zegers, Matías, y Josefina Consiglio. 2013. «Gobierno Corporativo en Latinoamérica: Un Análisis Comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México.» *Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, 5. Disponible en <https://centrogobiernocorporativo.uc.cl/informes-y-opinion/informes/27-gobierno-corporativo-en-latinoamerica/file>

<sup>53</sup> (Uría Fernández 2022, 237)

<sup>54</sup> (Fernández Torres y Hernández Peñasco 2022, 103)

<sup>55</sup> (Fernández Torres y Hernández Peñasco 2022, 115 - 116)

<sup>56</sup> Principio N° 9 del CBGSC de España.

apartados de este trabajo, ha entendido y establecido que es fundamental fomentar que los accionistas tomen una posición activa y cuya permanencia en las empresas, en lo posible, sea a largo plazo<sup>57</sup>. De esta manera, los propietarios de las acciones podrán vigilar y exigir a los órganos de administración un total compromiso y respeto irrestricto relativo a los criterios ASG<sup>58</sup>.

El trabajo mancomunado entre administradores y accionistas implicados a largo plazo permite que las decisiones que tome la empresa representen de mejor manera el interés social, bajo la idea de que este último incluye a los accionistas y a las otras partes interesadas, teniendo presente y respetando la sostenibilidad, cuestión que no es posible cuando los órganos de administración deben enfocarse en gran parte a generar utilidades para repartir dividendos a inversores cortoplacistas.

Sobre este asunto, el Consejo de Información Financiera de Inglaterra, entidad independiente responsable de promover el gobierno corporativo en dicho país, señala que vigilancia, debiéndose entender para estos efectos en el sentido expresado en los párrafos anteriores, significa “responsabilidad de los inversores consistente en votar, vigilar y relacionarse con las compañías en materia de estrategia, riesgo, resultados, estructura de capital y gobierno corporativo, incluyendo remuneración”<sup>59</sup>.

Es así que el activismo accionarial, como también se le conoce, promueve que la actitud de los accionistas de empresas que cotizan en bolsas de valores sea proactiva y que su implicación sea a largo plazo en pos de la sostenibilidad de la sociedad y del mercado en general<sup>60</sup>. En la práctica se trata de una conversación continua entre accionistas y la sociedad, representada por el órgano de administración, sobre asuntos financieros y no financieros, factores ASG, gestión de riesgos, entre otros<sup>61</sup>.

---

<sup>57</sup> Exposición de motivos DIRECTIVA (UE) 2017/828 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, y; Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

<sup>58</sup> Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Alfonso. 2022. «La implicación de los accionistas a largo plazo para un gobierno corporativo sostenible.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 245.

<sup>59</sup> (Prieto 2022, 282)

<sup>60</sup> (Prieto 2022, 285)

<sup>61</sup> (Prieto 2022, 295)

## Regulación en España

### Situación actual

Actualmente, el ordenamiento jurídico español cuenta con un conjunto de normas vinculantes sobre buen gobierno corporativo e información no financiera o sobre sostenibilidad, las que aplican a ciertos grupos de sociedades y a determinadas sociedades de capital de relevante dimensión económica y que, en su mayoría, se encuentran en la Ley de Sociedades de Capital. Estas normas provienen de proyectos de ley promovidos de manera interna y, además, de diferentes disposiciones que ha dictado sobre esta materia la Unión Europea, destacándose principalmente las directivas que han tenido que ser transpuestas al derecho nacional.

Adicionalmente, España dispone del CBGSC de la CNMV, instrumento de naturaleza soft law o derecho blando, el cual se aplica únicamente a las sociedades anónimas que tranzan en bolsa. Por tanto, si una sociedad obligada por la LSC no detenta la calidad de cotizada, no le es aplicable el referido código<sup>62</sup>.

A continuación, se revisarán las principales reformas legales que se han dictado en relación con el objeto de este trabajo, las que han considerado tanto las iniciativas nacionales como las de la UE. También nos detendremos en los antecedentes históricos del CBGSC y analizaremos sus respectivos principios y recomendaciones. Por último y debido a la importancia que revisten, se revisarán los principios de gobierno corporativo del G20 y la OCDE.

---

<sup>62</sup> (Mas-Guindal García 2022, 386)

## **Normativa aplicable (hard y soft law)**

### **Leyes nacionales y normativa UE**

#### **Ley 31/2014, que modifica la LSC para la mejora del gobierno corporativo**

Un número importante de las normas introducidas mediante esta reforma legal de fecha 3 de diciembre de 2014 provienen de recomendaciones del código unificado de buen gobierno corporativo de la CNMV, ya que por su importancia se tornaron en disposiciones imprescindibles y estimamos que se deben destacar las siguientes<sup>63</sup>.

Se aprobaron normas relativas a la convocatoria y funcionamiento de la junta general de accionistas, resaltándose que algunas de ellas no solo aplicaban a las sociedades anónimas cotizadas sino que también al resto de las sociedades mercantiles, lo que da cuenta de la vis expansiva de las cuestiones relacionadas con gobierno corporativo<sup>64</sup>.

Se reguló expresamente en el artículo 226 de la LSC la protección de la discrecionalidad empresarial, institución que también es conocida en derecho comparado como buen juicio empresarial o business judgement rule<sup>65</sup>. Se pretende evitar que un régimen severo de responsabilidad por negligencia opere como un freno u obstáculo a la asunción del riesgo que es propio de la actividad empresarial. Se ha entendido como una especie de inmunidad judicial<sup>66</sup>. Esta norma ha permitido contar con un marco jurídico relativo a los parámetros de valoración del deber de diligencia y, además, introdujo un concepto que ya se utilizaba en otros ordenamientos<sup>67</sup>.

---

<sup>63</sup> García de Enterría, Javier. 2015. *La reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de gobierno corporativo*. Pamplona: Aranzadi, 14 – 15.

<sup>64</sup> (García de Enterría 2015, 28 - 29)

<sup>65</sup> (García de Enterría 2015, 65)

<sup>66</sup> (García de Enterría 2015, 66)

<sup>67</sup> (Embido Irujo y Del Val Talens 2016, 82)

Se amplió el catálogo de facultades indelegables del consejo de administración de todas las sociedades mercantiles y, en particular, se regularon algunas solo para las sociedades anónimas cotizadas. Lo anterior, mediante los artículos 249 bis y 529 ter de la LSC y a fin de evitar que el órgano de administración dejara de cumplir con su función más esencial e irrenunciable, es decir, la función general de supervisión. Dentro de estas facultades se encuentran la determinación de la política de gobierno corporativo<sup>68</sup>, la aprobación de la política de responsabilidad social corporativa y la supervisión de la elaboración y presentación de la información no financiera, entre otras.

Se incluyó el artículo 529 duodecimos a la LSC, el cual establece y define categorías de consejeros de administración, a saber: consejeros ejecutivos; consejeros no ejecutivos; consejeros dominicales; consejeros independientes<sup>69</sup>. Esto último para evitar la excesiva concentración de poder y toma de decisiones en un consejero o en un pequeño grupo de estos, ya que de ocurrir se ve directamente afectada la función general de supervisión del órgano de administración. Por lo anterior, es que los principios de buen gobierno recomiendan que los consejos estén integrados, en su mayoría, por consejeros externos<sup>70</sup>. Asimismo, se ha entendido que los consejeros independientes tutelan y representan los intereses de los grupos diferentes a los accionistas, es decir, a los stakeholder, que como hemos dicho también son parte de la actividad empresarial<sup>71</sup>. Atendido a que la ley considera las definiciones sobre las diferentes categorías de consejeros de administración, el CBGSC no se refiere a ellas.

Adicionalmente y a través del artículo 529 terdecimos de la LSC, se dispuso la obligación de contar con una comisión de auditoría, que ya era perentorio, y con una comisión, o dos separadas, de nombramientos y retribuciones, lo que antes solo era una recomendación del código de buen gobierno de la CNMV<sup>72</sup>. La novedad recae en la obligatoriedad ya que en razón de la capacidad de autorregulación de los consejos de administración, según lo

---

<sup>68</sup> (García de Enterría 2015, 84 - 88)

<sup>69</sup> (García de Enterría 2015, 108 - 109)

<sup>70</sup> Alonso-Olea García, Belén. 2022. «Gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa de las sociedades anónimas cotizadas.» *TEMAS LABORALES* (162), 36. Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/8442388.pdf>

<sup>71</sup> (Embid Irujo y Del Val Talens 2016, 145 - 146)

<sup>72</sup> (García de Enterría 2015, 113 - 117)

dispuesto en el artículo 245, N° 2 de la LSC, ya era posible contar con este tipo de sub órganos<sup>73</sup>.

También se abordó la política de remuneraciones de los administradores, materia reservada a la competencia de la junta general de accionistas, de acuerdo al artículo 511 bis, N° 1, letra c) de la LSC, lo cual además es una pieza esencial en torno al sistema de gobierno y contrapesos de las sociedades cotizadas<sup>74</sup>. De hecho, el primer informe español sobre gobernanza, es decir, el Código Olivencia, ya lo consideraba y, de igual manera, ha ocurrido con los siguientes documentos y códigos. Cabe mencionar que un número importante de estas recomendaciones hoy son normas vinculantes<sup>75</sup>.

Es normal que las sociedades anónimas que cotizan en bolsas de valores fijen las políticas de retribuciones de los administradores en base a los principios y recomendaciones de los códigos de buen gobierno<sup>76</sup>. Sin embargo y debido a la referida normativización, se exige que estas políticas deben tender a la estrategia empresarial, y a los intereses y a la sostenibilidad a largo plazo de las sociedades<sup>77</sup>, según se establece en el numeral 4 del artículo 217 de la LSC, norma la cual recoge el principio de proporcionalidad e impone parámetros a los cuales se deben ajustar las retribuciones de los administradores, a saber: importancia de la sociedad, la situación económica que tuviera en cada momento y los estándares de mercado de empresas comparables. Se procura que este tipo de retribuciones se fijen en función de la sostenibilidad y la rentabilidad a largo plazo, considerando también los intereses de los diferentes stakeholder y, por tanto, evitar conductas riesgosas que tengan por fin la sola consecución de rentabilidad a corto plazo, como sería, por ejemplo, la remuneración variable o por metas en base a resultados inmediatos<sup>78</sup>.

---

<sup>73</sup> (Embuid Irujo y Del Val Talens 2016, 115)

<sup>74</sup> Brenes Cortés, Josefa. 2021. «Principales reformas incorporadas por la ley 5/2021, para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.» *Revista Lex Mercatoria* 18, 66. Disponible en <https://revistas.innovacionumh.es/index.php/lexmercatoria/article/view/1427/1464>

<sup>75</sup> Zabaleta Díaz, Marta. 2022. «La política de remuneraciones y su control.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 471.

<sup>76</sup> Principio N° 25 y Recomendación N° 56 del CBGSC de España.

<sup>77</sup> Artículo 529, novodecies, LSC, España.

<sup>78</sup> (Embuid Irujo y Del Val Talens 2016, 156 - 157, 160 - 161)

Como esquema general y para comprenderlo de mejor manera, es que a través de los estatutos sociales se debe establecer el sistema de remuneración<sup>79</sup>, dentro del cual se encontrarán los consejeros de administración, y mediante la política de remuneraciones se determinarán las respectivas retribuciones. Luego, la comisión de retribuciones, como auxiliares del consejo de administración, propone la referida política relativa a los consejeros y altos ejecutivos a este último órgano<sup>80</sup>. De ser aprobada, se presenta a la junta general de accionistas, quienes finalmente deberán aprobarla o rechazarla<sup>81</sup>.

Dicho lo anterior y considerando la importancia de este tema para el gobierno corporativo, es que la ley en comento introdujo importantes normas sobre esta materia, las cuales configuran la base del sistema antedicho. En concreto, se entregaron mayores competencias en este ámbito, se establecieron los principios de proporcionalidad y se dispuso de un régimen específico para los consejeros de las sociedades cotizadas y de aquellos que además efectúan funciones ejecutivas<sup>82</sup>. Adicionalmente y como se señaló más arriba, se dispuso la obligatoriedad de contar con una comisión, o dos, de nombramientos y retribuciones.

En este mismo sentido, se introduce el artículo 541 de la LSC, el cual erige la obligación de elaborar y publicar anualmente un informe sobre remuneraciones de los consejeros de administración, a fin de poder observar si las remuneraciones se condicen con la evolución real de la empresa y, adicionalmente, si estas se encuentran en línea con el interés social. Este instrumento contribuye a la transparencia de la información respecto de los accionistas e inversores<sup>83</sup>, debiéndose difundir como información relevante y simultáneamente con el informe anual de gobierno corporativo.

Por último y como corolario de lo dicho hasta el momento, esta ley introdujo la obligación de elaborar por parte de las sociedades cotizadas un informe anual y público sobre gobierno corporativo, el que además se debe comunicar como hecho relevante. Esta obligación y el contenido mínimo del mismo se encuentran regulados en el artículo 540 de la LSC, subrayándose los siguientes antecedentes: 1) Estructura de propiedad de la sociedad; 2)

---

<sup>79</sup> Artículo 529, septdecies, LSC, España.

<sup>80</sup> Artículo 529, quidecies, LSC, España.

<sup>81</sup> Artículo 529, novodecies, LSC, España.

<sup>82</sup> (García de Enterría 2015, 49 - 51)

<sup>83</sup> (García de Enterría 2015, 127 - 128)



Restricciones relativas a la transmisibilidad de valores y al derecho de voto; 3) Estructura de la administración de la sociedad y, específicamente, la composición y el funcionamiento de los órganos de administración, dirección y supervisión, y también el de sus comisiones; 4) Información sobre operaciones vinculadas de la sociedad informante; 5) Sistemas de control y gestión de todo tipo de riesgos, incluyéndose lo concerniente al proceso de emisión de la información financiera; 6) Funcionamiento de las juntas generales de accionistas, y; 7) Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo y, en caso contrario, explicar por qué la falta de seguimiento. Lo precedente, con el objetivo de otorgar una explicación detallada al regulador y al mercado en general de la estructura del sistema de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas y su respectivo funcionamiento práctico<sup>84</sup>. A mayor abundamiento, el presente informe junto al de remuneraciones se deben incluir en el informe de gestión, según dispone el artículo 538 de la LSC.

El sistema de gobierno corporativo que se adopte y que se ponga en práctica puede ser diferente entre una y otra empresa, ya que dependen de sus circunstancias particulares, el sector en el que se desarrollan, entre otros factores. También debe considerarse que el uso y la correcta aplicación de un código de buen gobierno, como el CBGSC de la CNMV, es sinónimo de garantía para el mercado, ya que el crecimiento sostenible de las sociedades, como uno de los objetivos de esta institución según hemos intentado explicar en este trabajo, se encuentra integrado en el interés social al que deben mirar los administradores<sup>85</sup>.

---

<sup>84</sup> (García de Enterría 2015, 123 - 124)

<sup>85</sup> (Alonso-Olea García 2022, 29 - 30)

## **Ley 11/2018, que modifica el Código de Comercio, la LSC y la Ley 22/2015**

Esta ley proviene de la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de fecha 22 de octubre de 2014, primera iniciativa internacional que fija un marco jurídico para el reporte de información no financiera<sup>86</sup>, con el fin de determinar, vigilar y conducir el desempeño e impacto de las empresas en la sociedad e, igualmente, modificó la Directiva 2013/34/UE, introduciendo importantes novedades en materia de divulgación de información no financiera y diversidad en comparación con la ley que la antecede, afectando principalmente el alcance de la obligación de presentar el estado de información no financiera y todo lo que lo circunda, además de nuevas exigencias sobre diversidad.

El artículo 49 del Código de Comercio de España se refiere al informe de gestión consolidado sobre asuntos financieros y no financieros de las sociedades, lo que incluye cuestiones relacionadas con medioambiente y al personal de las empresas respecto de las cuales se informa. El numeral 4º de este artículo exige incluir en una sección separada un informe sobre gobierno corporativo, en caso que la empresa informante se encuentre obligada a formular cuentas anuales consolidadas y haya emitido valores en cualquier mercado regulado de la Unión Europea.

El estado de información no financiera deberá incluirse en el informe de gestión consolidado, según dispone el numeral 5º del artículo 49 en comento, siempre y cuando se cumplan con los requisitos señalados en la referida norma<sup>87</sup>, los cuales tienen que ver con

---

<sup>86</sup> Rodríguez Martínez, Isabel. 2022. «Nuevo régimen de transparencia y divulgación de la información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Aranzadi, 329 – 331.

<sup>87</sup> Artículo 49, N° 5, Código de Comercio, España: “5. Las sociedades que formulen cuentas consolidadas, deberán incluir en el informe de gestión consolidado el estado de información no financiera consolidado previsto en este apartado siempre que concurren los siguientes requisitos: a) Que el número medio de trabajadores empleados por las sociedades del grupo durante el ejercicio sea superior a 500. b) Que o bien, tengan la consideración de entidades de interés público de conformidad con la legislación de auditoría de cuentas, o bien, durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos dos de las circunstancias siguientes: 1.ºQue el total de las partidas del activo consolidado sea superior a 20.000.000 de euros. 2.ºQue el importe neto de la cifra anual de negocios consolidada supere los 40.000.000 de euros. 3.ºQue el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio sea superior a doscientos cincuenta. Las sociedades cesarán en la obligación de elaborar el estado de información no financiera si dejan de reunir, durante dos ejercicios consecutivos cualquiera de los requisitos anteriormente

el número de trabajadores, cifras económicas y la calificación de entidad de interés público, cuestión que se regula de igual manera en el artículo 262, N° 5 de la LSC, sobre el contenido del informe de gestión, el cual además se remite al artículo 49 antedicho. Cabe señalar que este último artículo establece que no será obligatorio presentar el estado de información no financiera si, durante dos ejercicios seguidos, se deja de cumplir con alguno de estos requisitos y, en iguales términos, lo establece el artículo 262 antes señalado. Adicionalmente, ambas normas establecen la posibilidad de dispensa de presentar el EINF en caso de que una sociedad dependiente fuera considerada expresamente en el informe de gestión de la respectiva sociedad dominante del grupo. En razón de lo anterior, el EINF tendrá que ser elaborado, incluso, por sociedades anónimas no cotizadas que cumplan con los precitados requisitos.

El contenido del estado de información no financiera se encuentra regulado en el numeral 6° del ya señalado artículo 49, el cual y a modo de resumen, debe incluir lo siguiente<sup>88</sup>: a) Modelo de negocio del grupo; b) Políticas no financieras aplicadas; c) Resultados de las referidas políticas, incluyéndose indicadores clave; d) Principales riesgos y gestión; e) Indicadores clave de resultados no financieros. Además, se debe incluir información significativa sobre cuestiones medioambientales (contaminación, economía circular, prevención y gestión de residuos, uso sostenible de los recursos, cambio climático y protección de la biodiversidad), sociales y relativas al personal (empleo, organización del trabajo, salud y seguridad, relaciones sociales, formación, accesibilidad e igualdad), derechos humanos, anti corrupción y soborno, sobre la sociedad (compromisos con el desarrollo sostenible, subcontratación y proveedores, consumidores, información fiscal), y; cualquiera otra información significativa.

Resulta interesante destacar que el referido numeral 6° incluye una manifestación del principio cumplir o explicar, propio del soft law según ya se ha explicado, ya que si la entidad obligada a informar no aplicara ninguna política sobre alguno de los asuntos señalados en

---

establecidos. En los dos primeros ejercicios sociales desde la constitución de un grupo de sociedades, la sociedad dominante estará obligada a elaborar el estado de información no financiera consolidado, incluyendo a todas sus filiales y para todos los países en los que opera, cuando al cierre del primer ejercicio se cumplan, al menos, dos de las tres circunstancias mencionadas en la letra b), siempre que al cierre del ejercicio se cumpla además el requisito previsto en la letra a).

<sup>88</sup> Para ver la totalidad de la información que debe incluirse en el EINF, se recomienda consultar directamente el artículo 49 del Código de Comercio de España.

el párrafo anterior, se encuentra obligada a presentar una explicación clara y motivada al respecto.

Esta información se puede incorporar al informe de gestión o se puede preparar como un documento separado. Independiente de la modalidad que se adopte, la información incluida debe ser verificada por un prestador independiente de servicios de verificación y el informe debe ser aprobado por la junta general de accionistas.

Junto a lo anterior, esta ley también incorporó ciertas modificaciones<sup>89</sup> a la Ley de Sociedades de Capital, en relación con el principio de igualdad de trato de los accionistas en las juntas generales, imponiendo obligaciones que permitan mayor accesibilidad de personas con discapacidad y personas mayores<sup>90</sup>. Asimismo, sobre la integración de los consejos de administración y sus procesos de selección, se debe velar por la diversidad en cuanto a la edad, género, discapacidad, formación, experiencia profesional y equilibrio de género entre los consejeros<sup>91</sup>. También se refuerza la tarea de supervisión del proceso relativo a la información no financiera, como facultad indelegable del consejo de administración<sup>92</sup>. Por último y en cuanto a la aplicación de la política de diversidad respecto del consejo de administración, de dirección y de las comisiones que se constituyan, cuestión que se debe incorporar en el informe anual de gobierno corporativo, se exige una explicación clara y motivada en caso de no promoverse<sup>93</sup>.

---

<sup>89</sup> (Mas-Guindal García 2022, 390)

<sup>90</sup> Artículo 514, LSC, España.

<sup>91</sup> Artículo 529 bis, N° 2, LSC, España.

<sup>92</sup> Artículo 529 ter, N° 1, letra j), LSC, España.

<sup>93</sup> Artículo 540, N° 4, letra c), N° 8, LSC, España.

## **Ley 5/2021, que modifica la LSC y otras normas financieras**

Mediante esta ley, de fecha 12 de abril de 2021, se ha traspuesto al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de fecha 17 de mayo de 2017, sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, por lo que también tiene que ver con asuntos no financieros.

El objetivo principal de esta reforma legal consiste en fomentar una mayor participación de los accionistas y, de este modo, apuntar a una mejora del rendimiento financiero y al desarrollo sostenible de las empresas, socios, trabajadores, acreedores y clientes, ya que las estrategias de inversión cortoplacistas centradas en la mera revaloración de las acciones solo afectan a los mercados de capitales y a la economía en general<sup>94</sup>. En este mismo sentido y reiterando lo que ya se ha intentado manifestar en este trabajo, es que la institución del gobierno corporativo, en este caso de las sociedades anónimas abiertas o cotizadas, se basa en un esquema de pesos y contrapesos entre los órganos de administración social y las juntas generales de accionistas, sin olvidar, obviamente, al resto de las partes interesadas. Por tanto, es esencial que todos los accionistas, mayoritarios, minoritarios, institucionales, indirectos, etcétera, se impliquen de manera efectiva y sostenible<sup>95</sup>.

Esta ley modificó el artículo 49, N° 6 del Código de Comercio de España, al cual nos hemos referido en el apartado anterior. En concreto y para fomentar la participación de los trabajadores en la gestión de las empresas, se incluyeron referencias jurídico laborales sobre las cuales se debe informar en el EINF. Esto último es muy importante debido a que permite que los diferentes partícipes del mercado evalúen los mecanismos y procedimientos implementados por las empresas destinados a fomentar la implicación de los trabajadores en la gestión de las mismas<sup>96</sup>.

También se modificó el artículo 225, N° 1 de la LSC, relativo al deber general de diligencia de los administradores sociales, manteniéndose el estándar de diligencia de un ordenado empresario y, agregando, que el interés particular del administrador se debe subordinar al

---

<sup>94</sup> (Brenes Cortés 2021, 48)

<sup>95</sup> (Brenes Cortés 2021, 49)

<sup>96</sup> (Brenes Cortés 2021, 50)

interés de la empresa, lo que podría dar lugar a la interpretación del interés social desde el punto de vista de las teorías que incluyen a los stakeholder<sup>97</sup> o, en otras palabras, se contaría con una norma que impediría mirar el interés social exclusivamente desde la perspectiva clásica o de los shareholder<sup>98</sup>.

Esta reforma ha sido cuestionada, principalmente, por dos motivos<sup>99</sup>. En primer lugar, se introduce la referida subordinación del interés particular, lo que es propio del deber de lealtad, en una norma relativa al deber de diligencia y, en segundo lugar, se pretende innovar con el concepto de interés de la empresa siendo que en el artículo 227, N° 1 de la LSC se alude al interés de la sociedad, lo que no contribuye sino que entorpece aún más la discusión sobre la interpretación del interés social y sus teorías.

Sobre los integrantes del consejo de administración de las sociedades cotizadas y de acuerdo a lo regulado en el artículo 529 bis de la LSC, se ha dispuesto que deberán ser, exclusivamente, personas físicas. La transparencia, la divulgación de mayor información y los principios de buen gobierno corporativo, son los fundamentos de esta proscripción, la que resultaría conveniente tanto para los consejeros externos como para los independientes, sin embargo, se critica<sup>100</sup> respecto de los dominicales cuya representación por persona física si es factible.

Para fomentar el largoplacismo de los accionistas y tratándose de la medida más innovadora y, al mismo tiempo, controvertida de esta reforma<sup>101</sup>, se establece la posibilidad de que las sociedades anónimas cotizadas mediante sus estatutos sociales recompensen la fidelidad de sus accionistas otorgándoles un voto doble por lealtad o, también, llamadas como acciones de lealtad, previniéndose que no constituyen una clase separada de acciones. Esto se encuentra regulado en los artículos 527 ter a 527 undecies de la LSC y, su aplicación, está condicionada al hecho de que el titular de una acción se mantenga por al menos dos años consecutivos y de manera ininterrumpida. El plazo de dos años se puede

---

<sup>97</sup> (Embid Irujo 2022, 51)

<sup>98</sup> (Esteban Velasco 2022, 86 - 87)

<sup>99</sup> (Esteban Velasco 2022, 82 - 83)

<sup>100</sup> (Brenes Cortés 2021, 60 - 61)

<sup>101</sup> Marco Alcalá, Luis Alberto. 2021. «De nuevo: El fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.» *Ars Iuris Salmanticensis* (Ediciones Universidad de Salamanca) 9, 380. Disponible en <https://revistas.usal.es/cuatro/index.php/ais/article/view/28128/27205>

aumentar pero nunca disminuir. La presente previsión estatutaria deberá renovarse luego de cinco años desde su aprobación por la junta general de accionistas, según establece el artículo 527 sexies de la LSC. Es necesario resaltar que esta medida es contraria al tradicional equilibrio entre un voto y una acción y, además, que de acuerdo a la experiencia de otros países, como Francia e Italia, ha sido utilizada por accionistas mayoritarios inescrupulosos a fin de reforzar sus posiciones, lo que es contrario al espíritu de la norma y a los principios de buen gobierno<sup>102</sup>.

Los accionistas cortoplacistas, en pocas palabras, no se inmiscuyen en el día a día de las sociedades en las que invierten y solo buscan altos e inmediatos retornos, que se materializan en repartos de utilidades, lo que finalmente impide el potencial desarrollo y la creación de valor sostenible o a largo plazo, es decir, priorizan el ejercicio de sus derechos económicos en relación con sus derechos de control o gestión, ya que la estrategia de este tipo de inversionistas se centra en la obtención de dividendos y en la venta de sus acciones en búsqueda de una ganancia<sup>103</sup>. No obstante, debe señalarse que los accionistas en comento carecerían de incentivos para implicarse ya que por el monto de sus inversiones y respectivos votos de los cuales gozan, no logran, por regla general, influir, superar o posicionarse por sobre las ideas de los accionistas mayoritarios y de control.

Sin perjuicio de lo anterior y producto de la actual crisis económica, cuya causa principal sería la pandemia mundial del COVID-19, las empresas han tenido que ponderar los repartos de dividendos, por la respectiva falta de liquidez, y buscar otras fórmulas de remuneración, por ejemplo, la asignación de acciones liberadas con cargo a reservas y con la opción de enajenar el concerniente derecho de suscripción preferente o de la suscripción gratuita. En esta misma línea, también se ha comenzado a emitir obligaciones verdes o respetuosas con el medioambiente, la sociedad y el gobierno corporativo<sup>104</sup>.

Sobre otras medidas que apuntan a lo mismo, se puede destacar el derecho de la sociedad anónima cotizada o, si se cumplen los correspondientes umbrales, de asociaciones de accionistas o de accionistas individuales, a conocer la identidad de los accionistas y beneficiarios finales, según se establece en los artículos 497 y 497 bis de la LSC, con el fin

---

<sup>102</sup> (Prieto 2022, 292)

<sup>103</sup> (Brenes Cortés 2021, 51)

<sup>104</sup> (Palao-Uceda 2022, 136 - 138)

de otorgar mayor información a estos, facilitar su implicación y el ejercicio de sus respectivos derechos y, de este modo, lograr un compromiso duradero y estable con la empresa. Esto es muy relevante ya que tanto en España como en muchos otros países, es posible acceder a los mercados regulados o bolsas de valores a través de entidades intermediarias diferentes a los corredores o bróker de bolsa, quienes actúan a nombre propio pero por encargo de sus clientes inversores, los cuales finalmente se exponen al riesgo del mercado<sup>105</sup>. Debe aclararse que el anonimato de los accionistas es de carácter externo, ya que en este tipo social lo relevante es el capital aportado y no la persona que está aportando, sin embargo, no aplica al plano interno de la sociedad y, por tal motivo, el derecho señalado en este párrafo si es procedente. Sin perjuicio de lo anterior y según señala el referido artículo 497 bis, N° 5, lo que a nuestro parecer no es más que una aplicación de las reglas generales del derecho privado y, en especial, del principio denominado efecto relativo de los contratos, ya que esta norma recuerda que la sociedad es ajena a las relaciones entre los beneficiarios últimos y las entidades intermediarias y, en consecuencia, la empresa no se encuentra obligada respecto de los beneficiarios finales.

Es dable destacar, además, la reforma del artículo 529 novodecies de la LSC, sobre aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros, ya que incluye conceptos tales como sostenibilidad e interés a largo plazo de la sociedad, criterios de rendimiento no financiero y responsabilidad social, los cuales finalmente operan como requisitos para la aprobación de la correspondiente política de remuneración. Lo anterior, permite observar una sensibilidad con los criterios ASG. También se establece con mayor detalle el contenido mínimo que deberá incluir el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, según dispone el artículo 541 de la LSC, lo que es coherente con la mayor información y transparencia que ha pretendido esta ley.

A través de los artículos 529 vicies a 529 tervicies de la LSC se profundizó en la regulación sobre operaciones vinculadas en el marco de las sociedades anónimas cotizadas, en razón del daño que pueden causar a las empresas y a sus accionistas. En concreto, se define este tipo de operaciones, se establecen excepciones y se fija un procedimiento sobre publicación de información acerca de estas operaciones y aprobación de las mismas por parte del consejo de administración o la junta general de accionistas, según corresponda. Además, estas operaciones deberán contar con un informe previo de la comisión de

---

<sup>105</sup> (Brenes Cortés 2021, 53)



auditoría. La junta tiene competencia para aprobar las operaciones cuyo valor sea igual o superior al diez por ciento del total de las partidas del activo según el último balance anual aprobado. El resto de las operaciones vinculadas y su aprobación serán competencia del consejo de administración, lo cual será indelegable, salvo por aquellas excepciones en relación con las gestiones ordinarias y estandarizadas las que tampoco requieren de un informe previo de la comisión de auditoría.

De la mano de las tecnologías de la información, el artículo 182 de la LSC otorga la posibilidad de asistir a las juntas de accionistas por medios telemáticos, lo que permite que accionistas minoritarios participen y ejerzan sus derechos en este tipo de instancias. Por tanto, se ha profundizado en la regulación sobre la asistencia telemática a las juntas generales de accionistas y, a título de novedad, la opción de realizar estas mismas pero exclusivamente de manera telemática. Lo anterior, a través de la reforma del artículo 182 y del nuevo artículo 182 bis, ambos de la LSC. Las referidas modalidades deben estar previstas en los estatutos sociales y resulta aplicable a cualquier tipo de sociedad de capital. En el caso de las sociedades anónimas cotizadas, el artículo 521, N° 3 de la LSC, sobre participación a distancia, establece que los accionistas podrán delegar o ejercer su derecho político de manera anticipada mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia y, además, que el acta de la junta sea levantada por notario.

Esta ley también introdujo cambios en la Ley de Mercado de Valores, pudiéndose destacar la regulación sobre los asesores de voto o proxy advisor, en sus artículos 137 bis y siguientes. Estos auxiliares de los mercados de valores, si se pueden llamar así, son personas jurídicas que analizan la información pública obligatoria de las sociedades cotizadas, a efectos de emitir asesoramiento o recomendaciones para que los accionistas ejerzan de la mejor manera posible su derecho de voto. Por tanto, contribuyen a la búsqueda de transparencia e información que se ha pretendido con esta reforma legal.

Por último, esta ley ha modificado la normativa de auditoría de cuentas y de instituciones de inversión colectiva.

## **Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de fecha 14 de diciembre de 2022**

La Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de fecha 14 de diciembre de 2022, por la que se modifican el Reglamento (UE) N° 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas, se trata de la normativa de la Unión Europea más reciente en relación con el objeto de este trabajo y que, además, nos interesa revisar. Esta norma se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea el día 16 de diciembre de 2022 y entró en vigor veinte días después<sup>106</sup>. Esta directiva, en palabras simples, compele a las empresas obligadas a reportar de manera periódica y electrónica<sup>107</sup> información sobre sostenibilidad corporativa, a fin de que progresivamente se logre equiparar con la información financiera y, de este modo, los inversionistas e interesados en general puedan acceder a información pertinente, comparable y fiable<sup>108</sup> sobre esta materia y, en particular, sobre las respectivas políticas, resultados y riesgos asociados.

La información sobre sostenibilidad se debe considerar en el informe de gestión de la empresa obligada y no como un documento separado<sup>109</sup>. A grandes rasgos, la información que se debe incluir es la relativa a factores ambientales, sociales y de gobernanza, o criterios ASG, y, además, sobre el personal, la corrupción y el soborno, debiéndose entender a partir de esta información, por un lado, cómo se afecta a las personas y al medioambiente y, por otro, cómo se afecta el desarrollo, rendimiento y posición de las empresas, lo que se ha denominado como doble materialidad o significatividad<sup>110</sup>. Por tanto, el estado de información no financiera que se debe incluir en el informe de gestión, según lo antes explicado y de acuerdo a lo que dispone el artículo 262 de la LSC, quedará sin efecto y será reemplazado por la información sobre sostenibilidad. Con relación a esto mismo, la directiva reemplaza el término de información no financiera por información sobre

---

<sup>106</sup> Artículo 7, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>107</sup> Considerando 55, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>108</sup> Considerando 2, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>109</sup> Considerando 57, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>110</sup> Considerandos 28 y 29, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

sostenibilidad, ya que el término no financiera sería inexacto e implicaría que tal información carecería de relevancia financiera<sup>111</sup>.

La información deberá reportarse en base a estándares comunes y obligatorios<sup>112</sup>, lo que es coherente con lo dispuesto en el Pacto Verde Europeo, la Agenda de Finanzas Sostenibles y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas y, adicionalmente, tendrá que ser verificada por un tercero independiente<sup>113</sup>. Este último punto fue incorporado al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 11/2018, por lo que no se considera una novedad, sin embargo, si lo es para otros países de la UE.

La información que las empresas deberán publicar, entre otras, será la siguiente<sup>114</sup>: a) Descripción del modelo de negocio y estrategia de la empresa; b) Descripción de los objetivos con horizonte temporal relativos a las cuestiones de sostenibilidad fijados por la empresa; c) Descripción de la función de los órganos de administración, dirección y supervisión sobre las cuestiones de sostenibilidad; d) Descripción de las políticas de la empresa en relación con las cuestiones de sostenibilidad; e) Información sobre la existencia de sistemas de incentivos ligados a cuestiones de sostenibilidad y ofrecidos a los miembros de los órganos de administración, dirección y supervisión; f) Descripción del procedimiento de diligencia debida en relación con las cuestiones de sostenibilidad; g) Principales riesgos relacionados con cuestiones de sostenibilidad, y; h) Indicadores pertinentes para la información a la que se refieren las letras a) a g).

El ámbito subjetivo de esta normativa, es decir, las empresas obligadas a presentar información sobre sostenibilidad, son las siguientes<sup>115</sup>: Grandes empresas, cotizadas y no cotizadas; Pequeñas y medianas empresas cotizadas, incluidas las pymes y excluyéndose a las microempresas; Filiales o sucursales con actividad significativa en la Unión Europea y cuyas matrices o controladoras se encuentren en terceros países, y; Aseguradoras y entidades de crédito. Para tener la calificación de grandes empresas, se debe superar dos de los siguientes umbrales: 250 trabajadores; Balance total de 20 millones de euros; Facturación neta de 40 millones de euros. En el caso de las empresas de terceros países,

---

<sup>111</sup> Considerando 8, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>112</sup> Considerando 37, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>113</sup> Considerando 60, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>114</sup> Artículo 1, N° 4, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>115</sup> Considerandos 17, 18, 19, 20, 21 y 27, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

estarán obligadas aquellas que tengan una facturación neta mayor a 150 millones de euros y que, además, tengan al menos una filial en la UE, o una sucursal en la UE con volumen de negocios neto superior a 40 millones de euros. Es importante señalar que si una empresa es considerada dentro de un informe de sostenibilidad consolidado de un grupo de empresas, la primera quedará exenta de esta obligación, lo que también aplicará cuando la matriz de un grupo de un país externo a la UE presente el referido informe de conformidad a los estándares de la UE o equivalentes<sup>116</sup>.

La aplicación y el cumplimiento de las nuevas obligaciones que impone esta directiva se efectuará de manera escalonada y de acuerdo al siguiente cronograma<sup>117</sup>: Empresas que actualmente se encuentran sujetas a la directiva de divulgación no financiera, desde el día 1 de enero de 2024 y el primer informe deberá elaborarse en el año 2025; Grandes empresas que actualmente no se encuentran sujetas a la directiva de divulgación no financiera, en razón de los términos y umbrales antes señalados, desde el día 1 de enero de 2025 y el primer informe deberá elaborarse en el año 2026; Pequeñas y medianas empresas, que no sean microempresas, desde el día 1 de enero de 2026 y el primer informe deberá elaborarse en el año 2027, y; Empresas de terceros países con filiales o sucursales en la UE, desde el día 1 de enero de 2028 y el primer informe deberá elaborarse en el año 2029.

Los estados miembros de la UE cuentan con un plazo de dieciocho meses para la transposición de esta directiva al ordenamiento jurídico interno, es decir, hasta el día 6 de julio de 2024<sup>118</sup>. En España, con fecha 5 de mayo de 2023 se presentó a consulta pública el Anteproyecto de Ley en cuestión.

En definitiva, la ausencia de armonización a nivel europeo<sup>119</sup>, el alcance limitado de los sujetos obligados y de la información reportada, y la carencia de estándares uniformes, entre otros, han sido los principales defectos que se han podido constatar a través de la aplicación de la directiva de divulgación no financiera y respectivos reportes. Por lo anterior, es que a través de la directiva en estudio se pretende ajustar y enmendar el actual régimen y, de este modo, mejorar la calidad de los informes a fin de equiparar la información sobre

---

<sup>116</sup> Considerando 25, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>117</sup> Artículo 5, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>118</sup> Artículo 5, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

<sup>119</sup> Considerando 16, Directiva (UE) 2022/2464, de fecha 14 de diciembre de 2022.

sostenibilidad con la financiera. Por último, se estima que las empresas obligadas en la UE pasarán de doce mil a cincuenta mil aproximadamente<sup>120</sup>.

---

<sup>120</sup> (Prieto 2022, 305)

## **Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**

Inspirados en el Informe Cadbury y en el UK Corporate Governance Code del Reino Unido, en el año 1997 el Consejo de Ministros de España nombró una Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, proceso el cual culminó con la publicación del Informe Olivencia en el año 1998, también conocido como Código Olivencia, documento que es considerado como el primer código español sobre buen gobierno<sup>121</sup>. Cabe destacar que el informe, específicamente en el apartado sobre la naturaleza del trabajo, señala expresamente que no se trata de normas imperativas ni dispositivas impuestas por los poderes públicos sino que, al contrario, son formulaciones de carácter relativas cuya aplicación depende de la autonomía y de la facultad de autorregulación de la sociedad y su administración en esta materia. En otras palabras, se aprecia claramente el carácter voluntario del mismo<sup>122</sup>.

Luego y durante el año 2002, el Consejo de Ministros nombró una nueva Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas. La comisión en el año 2002 emitió lo que fue para aquella época el sucesor del Código Olivencia, denominado Informe Aldama por el presidente de la comisión, don Enrique de Aldama y Miñón<sup>123</sup>. El informe destaca la importancia que conllevan los principios del imperio de la ley, la autorregulación y la transparencia en relación con el comportamiento del mercado en general y, es más, da a entender que las dificultades e imperfecciones relativas a este último se deben remediar en base a estos mismos principios<sup>124</sup>. De igual manera que el Código Olivencia, este informe se basa en recomendaciones que en su mayoría desarrollan, precisan y complementan a las de su antecesor y, además, expresa la importancia de la autorregulación<sup>125</sup>. Es importante subrayar que este informe reconoce la conveniencia de normativizar ciertas

---

<sup>121</sup> (De Carlos Bertrán 2015, 33)

<sup>122</sup> (Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades 1998, 13 - 14)

<sup>123</sup> (De Carlos Bertrán 2015, 33)

<sup>124</sup> Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas. 2003. «Informe Aldama.» Madrid, 7 – 8. Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/INFORMEFINAL.PDF>

<sup>125</sup> (Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas 2003, 47 - 48)

recomendaciones que se señalan en el mismo y que se relacionan con los deberes de información y transparencia, deberes de lealtad y diligencia, y reglamentos del consejo de administración y junta general, por la importancia que comprenden y a fin de alcanzar el efecto esperado<sup>126</sup>.

El Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o Código Conthe, aprobado durante el año 2006, es el antecesor y antecedente directo del actual código, también de la CNMV. Este código integró las consideraciones de los informes Olivencia y Aldama y, además, agregó recomendaciones de la Comisión Europea y de los principios de buen gobierno corporativo de la OCDE<sup>127</sup>.

A raíz de que ciertas recomendaciones de este primer código se fueron convirtiendo en normas vinculantes, se efectuó una actualización parcial del mismo durante el año 2013. Enseguida y en virtud de las múltiples iniciativas relacionadas con esta materia a nivel mundial, de las cuales España ha sido parte, es que en el año 2013 se decidió modificar el referido código unificado del año 2006 a fin de alcanzar los diferentes objetivos que se intentan perseguir a través del buen gobierno corporativo y alinearse con la comunidad internacional. Lo anterior, tuvo por consecuencia la dictación del ya mencionado CBGSC, cuya primera versión se publicó el año 2015 y que a la fecha se trata del principal instrumento de naturaleza soft law sobre gobierno corporativo en España, compuesto por principios y recomendaciones, y que recoge el principio anglosajón denominado cumplir o explicar. Por último, fue revisado y reformado en el año 2020<sup>128</sup>.

Esta última reforma se efectuó para alcanzar los más altos estándares internacionales sobre gobernanza y, por tal motivo, las principales modificaciones fueron concernientes a los asuntos relacionados con diversidad de género, información y riesgos no financieros, sostenibilidad y criterios ESG, y remuneración de los integrantes del consejo de administración<sup>129</sup>.

---

<sup>126</sup> (Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas 2003, 48 - 49)

<sup>127</sup> (De Carlos Bertrán 2015, 34)

<sup>128</sup> (CNMV 2020, 7 - 9)

<sup>129</sup> (Mas-Guindal García 2022, 391)

En cuanto al principio cumplir o explicar, se trata de la modalidad adoptada para este tipo de códigos, de cumplimiento voluntario, por los principales países de la Unión Europea y aquellos más desarrollados del mundo. Debe considerarse que el ordenamiento jurídico español ha optado por legislar asuntos básicos relativos a gobierno corporativo, lo que ha implicado que algunas de estas normas también sean aplicables a sociedades no cotizadas. Por lo anterior, es que la regulación sobre gobierno corporativo en España, en sentido amplio, encuentra normas vinculantes, cuyas materias no se consideran en el CBGSC, y recomendaciones de cumplimiento voluntario contenidas en este último instrumento<sup>130</sup>. Desde otro punto de vista, se puede interpretar en el sentido de que el modelo de autorregulación adoptado por el ordenamiento español, en gran medida, se ha transformado en un verdadero anticipo de regulación<sup>131</sup>.

A mayor abundamiento, el artículo 540 de la LSC, norma que regula la obligación y contenido del informe sobre gobierno corporativo que deben presentar anualmente las sociedades anónimas que cotizan en bolsa, recoge expresamente el principio de cumplir o explicar<sup>132</sup>.

De manera similar lo hace el CBGSC en su principio y recomendación número 3 al reconocer de forma expresa el carácter no vinculante de las respectivas recomendaciones, no obstante, también contempla que los diferentes grupos de interés de las sociedades cotizadas deben tener la posibilidad de conocer las políticas sobre gobierno corporativo promovidas por estas últimas. Es más, se recomienda que el consejo de administración informe a la junta general de accionistas de los cambios más importantes sobre esta materia y que, además, se explique por qué no se aplican algunas recomendaciones.

La naturaleza y el carácter voluntario del CBGSC implica que son los participantes del mercado quienes evalúan las explicaciones que deben otorgar las sociedades cuando no adhieren a una recomendación de buen gobierno o lo efectúan de manera parcial<sup>133</sup>. En este mismo sentido, las sociedades cotizadas en su respectivo informe anual de gobierno

---

<sup>130</sup> (CNMV 2020, 9 - 11)

<sup>131</sup> (Godoy Uson, Walker Hitschfeld y Zegers Ruiz-Tagle 2018, 187)

<sup>132</sup> Artículo 540, N° 4, letra g), LSC, España: "Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones".

<sup>133</sup> (Vásquez Palma 2022, 209)



corporativo también deben indicar si cumplen las recomendaciones del CBGSC y explicar, si corresponde, cuando se aplican de manera parcial o derechamente no se adoptan<sup>134</sup>.

Sobre el ámbito de aplicación subjetivo del CBGSC, este corresponde a las sociedades anónimas que cotizan en bolsas de valores. Cabe agregar que ciertas recomendaciones solo aplican a estas últimas pero que sean de mayor capitalización bursátil.

Tal como se ha pretendido señalar de manera precedente, tanto la política de gobierno corporativo como la de responsabilidad social corporativa o de sostenibilidad, en los términos del artículo 529 ter de la LSC, son facultades indelegables del consejo de administración, lo cual es consistente con el principio número 23 y recomendaciones números 52, 53 y 54 del CBGSC. Ahora bien, es menester agregar que estas últimas recomiendan, en razón de la importancia de estos asuntos y para la supervisión del respectivo cumplimiento, que se atribuyan tales funciones a una comisión especializada. Asimismo, se deben destacar los conceptos que se utilizan, es decir, aspectos sociales, aspectos medioambientales, gobierno corporativo, responsabilidad social corporativa, sostenibilidad, información no financiera, otros grupos de interés, entre otros, conceptos que coinciden con lo que se intenta explicar y relacionar en los diferentes apartados de este trabajo.

De acuerdo a la CNMV, alrededor del 90% de las recomendaciones del CBGSC vigente son adoptadas por el 87% de las sociedades anónimas cotizadas. Valga señalar que hoy el porcentaje de mujeres en los consejos de administración asciende al 32% versus el 5,9% del año 2004. No obstante, un asunto pendiente es la baja representación de mujeres en los cargos de dirección, cuya participación llega a un bajo 20%<sup>135</sup>.

Sobra aclarar que la integración de los órganos de administración y dirección por mujeres no es por el hecho de ser mujeres sino que lo que se busca es que los respectivos procesos de selección respeten los principios de igualdad y no discriminación y que, además, sean

---

<sup>134</sup> (CNMV 2020, 11)

<sup>135</sup> Martínez Parera, Montserrat. 2023. *XX Aniversario del ICA, Conferencia Internacional sobre gobierno corporativo*. 13 de Noviembre, 1 – 2. Disponible en <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7Bb05d4102-bbfa-4986-8549-9b09bd26ed71%7D>

claros, transparentes y neutros y, de esta manera, que sean las cualidades y los méritos los que finalmente permitan tomar la decisión<sup>136</sup>.

En general, las recomendaciones contenidas en la última edición de los principios de gobierno corporativo de la OCDE coinciden con el CBGSC, sin perjuicio de algunos ajustes que se deben ir efectuando. Sin ir más lejos, este último instrumento ya considera recomendaciones sobre sostenibilidad, materia sobre la cual versa principalmente la última revisión de la OCDE y, además, el ordenamiento jurídico español ya ha normativizado algunas de estas recomendaciones<sup>137</sup>.

Enseguida, el capítulo previo al apartado de las recomendaciones del CBGSC enuncia los principios que más adelante encabezan las diferentes recomendaciones sobre los aspectos generales del buen gobierno, la junta general de accionistas y el consejo de administración, que a juicio de este autor se trata de una especie de resumen sobre las bases, tópicos y principales recomendaciones de este sistema de gobernanza.

El siguiente capítulo del CBGSC corresponde a las recomendaciones, el cual está compuesto por 25 principios y 64 recomendaciones, las que se revisarán a continuación.

El principio y recomendación N° 1 del apartado sobre aspectos generales se refiere a la conveniencia de que las sociedades cotizadas no cuenten con acuerdos en sus estatutos que limiten el máximo de votos que pueda emitir un accionista, lo que coincide de cierto modo con el artículo 527 de la LSC, ya que establece que las cláusulas en el referido sentido quedarán sin efecto si un accionista mediante una oferta pública de adquisición alcanzare el setenta por ciento o más del capital con derecho a voto. Asimismo, se recomienda renunciar a barreras estatutarias que dificulten la libre transferencia o transmisión de las acciones, ya que se trata de una característica esencial de este tipo social, donde prima el capital y no el titular de las mismas.

El principio y recomendación N° 2 aborda los conflictos de interés que se pueden verificar entre sociedades de un mismo grupo y, en particular, entre una sociedad anónima cotizada y su sociedad matriz. A fin de evitarlos, es recomendable informar públicamente las áreas

---

<sup>136</sup> (Alonso-Olea García 2022, 42 - 43)

<sup>137</sup> (Martínez Parera 2023, 2 - 3)

de actividad en que se desarrollan, los eventuales negocios que puedan llevar a cabo y los mecanismos para resolver los posibles conflictos. Este asunto se relaciona directamente con lo planteado anteriormente sobre el deber de lealtad de los administradores y las operaciones vinculadas o con partes relacionadas.

Tal como se señaló en este mismo apartado y a lo cual nos remitimos, el principio y recomendación N° 3 indica el carácter voluntario de las recomendaciones del CBGSC, sin embargo, recalca y, a nuestro juicio se trataría de un derecho, que la junta general de accionistas debe poder conocer los aspectos más relevantes acerca del gobierno corporativo de la sociedad en cuestión, sin perjuicio del informe anual sobre la materia al que también podrán acceder.

De manera sintetizada, el principio y recomendación N° 4 se refiere a la política de comunicación efectiva y transparente respecto de los accionistas y, en particular, de los minoritarios y los institucionales y, además, con los asesores de voto y otros grupos de interés, teniendo como límite infranqueable la prohibición del uso de la información privilegiada<sup>138</sup> y el principio del trato igualitario de los accionistas.

Este apartado concluye con el principio y recomendación N° 5 relativa a que la emisión de acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente de los accionistas, por parte del consejo de administración en virtud de una delegación previa efectuada por la junta general, no debiera sobrepasar el veinte por ciento del capital social. El principal riesgo frente a este tipo de operaciones es la dilución a la cual se exponen los socios y, principalmente, aquellos no representados en el consejo.

A continuación y a través del principio N° 6 y las recomendaciones N° 6, 7 y 8, se aborda el capítulo sobre la junta general de accionistas y, en particular, estas últimas tratan lo concerniente a transparencia informativa y voto informado. En concreto, se refieren a la utilidad que cumplen los informes que emite el consejo de administración y sus comisiones, obligatorios y/o voluntarios, los cuales en su mayoría deberían ser públicos, sin perjuicio de aquella información confidencial, a fin de que la junta pueda controlar la actividad social. Asimismo, resulta conveniente la transmisión en línea y pública de las juntas generales de accionistas y la posibilidad de realizar, asistir y votar telemáticamente en este tipo de

---

<sup>138</sup> Artículos 285 y 285 bis, Código Penal, España.

instancias, lo que coincide con lo explicado en el apartado sobre la Ley 5/2021 en relación con los artículos 182 y 182 bis de la LSC. Además, se refiere al control de la comisión de auditoría respecto a la elaboración de las cuentas anuales presentadas por el consejo de administración a la junta general de accionistas, las cuales deben ser conforme a la regulación contable y, en relación con esto mismo, si el auditor llegase a efectuar alguna salvedad sobre las referidas cuentas, es conveniente que sea el propio presidente de la comisión quien lo exponga a la junta, lo que es concordante con el contenido del artículo 529 quaterdecies de la LSC, norma que se refiere a la composición y funciones de la comisión de auditoría.

El principio N° 7 y las recomendaciones N° 9 y 10, sobre asistencia y participación en la junta general de accionistas, promueven la publicidad, la flexibilidad y la no discriminación respecto de los requisitos para acreditar la titularidad de las acciones, el derecho de asistencia a las juntas y el ejercicio, personal o representado, del derecho a voto, a fin de lograr la mayor participación posible. Junto a lo anterior, se refieren a la conveniencia de que los accionistas de manera previa a la junta general puedan complementar o incluir nuevos asuntos en el respectivo orden del día y, en consecuencia, que el órgano de administración los tramite de igual manera que los puntos propuestos por este último. Es pertinente indicar que el artículo 519 de la LSC se refiere a esta materia y, en concreto, establece que este derecho a completar el orden del día y a presentar nuevas propuestas de acuerdo podrá ser ejercido por aquellos accionistas que representen al menos el tres por ciento del capital social.

Para cerrar el apartado sobre la junta general de accionistas, el principio N° 8 y recomendación N° 11, acerca de política sobre primas de asistencia, institución la cual consiste habitualmente en la entrega de una compensación, obsequio o prestación dineraria, por parte de la sociedad a aquellos accionistas que asisten a las juntas generales, a fin de mitigar el absentismo accionario, recomendándose que en caso de aplicarse este tipo de políticas, se deben establecer con anterioridad a la junta y, además, deben ser generales, transparentes y estables. El ordenamiento jurídico español no considera esta materia.

El último capítulo de este instrumento versa sobre los principios y recomendaciones relativas al consejo de administración. Comienza con el principio N° 9 y recomendación N°

12 que se refiere a la responsabilidad del consejo respecto de la administración social y al deber de promover y defender el interés social. En este sentido y de acuerdo a lo explicado de manera precedente, específicamente en el apartado sobre gobierno corporativo, al tratar las teorías sobre interés social, a lo que nos remitimos, se hizo referencia a este principio y recomendación ya que aluden a este último concepto, evidentemente, desde el punto de vista de los stakeholder y la sostenibilidad, en los términos ya explicados. Lo anterior, fue incorporado durante el año 2015, en la primera edición del CBGSC. Es lamentable que el ordenamiento jurídico español aún no introduzca modificación alguna en este sentido, sin perjuicio de la labor hermenéutica de una parte de la doctrina que ha hecho un excelente trabajo para intentar avanzar en esta materia.

Luego, el principio N° 10 y las recomendaciones N° 13 y 14 tocan un tema clave para el buen gobierno corporativo ya que se refieren a la estructura e integración del consejo de administración. A fin de contar con un órgano de administración eficaz, se recomienda que su composición fluctúe entre los cinco y quince integrantes, y que exista una política de selección que considere diversidad de conocimientos, experiencias, edad y, muy importante, de género, destacándose que se deben fomentar las medidas para contar con un número significativo de altas directivas. Adicionalmente y como medidas en favor de la transparencia, se recomienda que el análisis de competencias conste en el informe de la comisión de nombramientos y que este sea conocido por la junta general. Asimismo, que esta última comisión verifique anualmente lo anterior y se registre en el informe anual de gobierno corporativo. Lo señalado sobre diversidad es similar a lo dispuesto en el artículo 529 bis de la LSC, sin perjuicio de que esta norma además considera la discapacidad y el principio de no discriminación.

En cuanto a la composición del órgano de administración social, el principio N° 11 y las recomendaciones N° 15, 16, 17, 18 y 19 se refieren a la conveniencia de contar con un consejo integrado, en su mayoría, por consejeros dominicales e independientes y que los de carácter ejecutivo sean el mínimo posible. Respecto a los independientes, se recomienda que al menos ocupen el cincuenta por ciento del consejo y, en el supuesto de sociedades de baja capitalización bursátil o cuando un accionista o un grupo de estos sean titulares de más de un treinta por ciento del capital social, que los consejeros independientes, al menos, ocupen un tercio de los asientos. Es destacable que este instrumento recomienda expresamente que antes que finalice el año 2022, al menos, el

cuarenta por ciento de los integrantes del consejo de administración sean mujeres y, antes del referido año, que este porcentaje no sea menor al treinta por ciento. Sobre el porcentaje de los consejeros dominicales en relación con los consejeros no ejecutivos, se recomienda que no sea mayor que la proporción entre el capital representado por los primeros y el resto del capital social. También se indica la conveniencia de compartir públicamente los antecedentes profesionales, biográficos y sobre ocupación actual, incluidos los relativos a la calidad de consejeros, de los integrantes de este órgano y, además, de explicar en el informe anual de gobierno corporativo las razones de aquellos nombramientos de consejeros dominicales en representación de accionistas cuya participación sea menor al tres por ciento del capital social y, en este mismo sentido, también las razones del rechazo de este mismo tipo de consejeros a solicitud de accionistas cuya participación sea igual o mayor a los que si pudieron acceder a la designación. En razón de lo expuesto y de lo explicado en apartados anteriores, el CBGSC no define los diferentes tipos o categorías de consejeros ya que la propia LSC lo efectúa a través del artículo 529 duodecimos. Esta norma, primero, define a los ejecutivos y no ejecutivos y, luego, a los dominicales e independientes.

El principio N° 12 y las recomendaciones N° 20, 21, 22, 23 y 24 se ocupan de la separación y dimisión de los consejeros. En cuanto a los dominicales, se recomienda que dimitan cuando el accionista al que representen enajene total o parcialmente sus acciones y, por ende, pierde su prerrogativa para contar con uno o más de este tipo de consejeros. Sobre los independientes, se predica que se debe velar por su estabilidad, al menos, por el periodo estatutario, salvo que se verifiquen causas suficientes para solicitar su separación, tales como la falta de disponibilidad de tiempo para ejercer su cargo, incumplimiento de sus deberes o perder la calidad de independiente en los términos del artículo 529 duodecimos de la LSC. También se podría solicitar su separación en el supuesto de cambios estructurales en el capital social. Además, se recomienda establecer reglas que obliguen a los consejeros a informar y a dimitir, si corresponde, si les afectaren ciertas circunstancias que pudiesen repercutir negativamente en la reputación de la sociedad. Lo anterior, es conveniente que sea revisado por el consejo a fin de tomar las medidas correspondientes. Es importante que los consejeros expresen sus reservas u oposiciones respecto de asuntos que decida el consejo y que a juicio de estos pudiesen ser contrarios al interés social. En caso que esto último llegase a fundar la decisión de dimisión de un consejero, es relevante que exponga tales razones en su respectiva carta de dimisión, lo que debiese operar como regla general en caso de dimisión o separación de cualquier consejero antes del término de su mandato.

En pos de la transparencia de la información y además de dar cuenta de lo anterior en el informe anual de gobierno corporativo, las sociedades deberían compartir estos antecedentes de manera pública.

El principio N° 13 y recomendación N° 25 establecen que los consejeros no ejecutivos del órgano de administración social deben contar con disponibilidad de tiempo suficiente para el cumplimiento de sus funciones y, además, que a través del respectivo reglamento se fije el número máximo de consejos respecto de los cuales los consejeros pueden formar parte. En este mismo sentido y por medio de la Ley 31/2014 antedicha, se reformó el artículo 225 de la LSC, regulando la presente materia a través del numeral 2°.

Por su parte, el principio N° 14 y las recomendaciones N° 26, 27 y 28 se refieren a la frecuencia de los consejos y a la asistencia de sus integrantes. Se recomienda que al menos se reúnan ocho veces al año, programándose las fechas y asuntos al inicio del ejercicio y que, en lo posible, se eviten las inasistencias o que estas sean excepcionales, dando cuenta de esto último en el informe anual de gobierno corporativo. De ser así, debiese ser posible que el consejero que no vaya a asistir tenga la posibilidad de otorgar representación con instrucciones expresas de voto. La propia LSC, en su artículo 529 quáter, establece el deber de asistencia personal de los consejeros y, además, la posibilidad de delegación en otro consejero, disponiendo que en el caso de los no ejecutivos solo podrán delegar en otro de igual naturaleza.

El principio N° 15 y las recomendaciones N° 29, 30, 31 y 32 abordan la conveniencia de que los consejeros dispongan de asesoría suficiente y, si es necesario, externa, para que puedan efectuar de la mejor manera posible sus funciones. Además, se recomienda que el orden del día de cada sesión sea detallado, a fin de que los consejeros puedan reunir los respectivos antecedentes para aportar y tomar una decisión informada, lo que coincide con lo dispuesto en el artículo 529 quinquies de la LSC. Excepcionalmente y solo en caso de urgencia, el presidente del consejo podrá someter a decisión algún punto que no se encuentre en el orden del día, recomendándose contar con el consentimiento de la mayoría de los consejeros presentes. Todo lo anterior, en base al deber y derecho de los consejeros de contar con información necesaria y suficiente para ejercer sus cargos. Este deber y derecho de información se encuentra consagrado en el numeral 3° del artículo 225 de la LSC, sobre el deber de diligencia de los administradores.

Posteriormente, el principio N° 16 y las recomendaciones N° 33 y 34 se ocupan de las funciones del máximo responsable del eficaz funcionamiento del consejo de administración, es decir, el presidente, lo que la LSC recoge en su artículo 529 sexies y, además, plantean la discusión sobre la conveniencia o no de que el presidente del consejo sea un consejero ejecutivo, destacándose que sobre esta materia no se formula una recomendación expresa ya que a juicio de los redactores del código no existe una práctica internacional uniforme ni base empírica para decantar por una u otra opción. A nuestro juicio y considerando que este instrumento está dirigido a las sociedades cotizadas, por los bienes jurídicos e intereses que se encuentran en juego, se debiese estar por la incompatibilidad de cargos ya que la concentración de poder en una sola persona es evidente y, por ende, riesgoso. Sin perjuicio de lo anterior, el CBGSC recomienda que si el presidente llegase a ser un consejero ejecutivo debiese nombrarse a un consejero coordinador entre los de naturaleza independiente y, adicionalmente, se indican sus funciones. El artículo 529 septies de la LSC establece la posibilidad de que el presidente del consejo sea un consejero ejecutivo, salvo que se disponga lo contrario en los estatutos sociales, y regula lo señalado respecto al consejero coordinador, atribuyéndole facultades para convocar al consejo, incluir nuevos puntos en el orden del día de un consejo ya citado, evaluar al presidente del consejo, entre otros. Esto último opera como contrapeso frente a la referida concentración de poder.

El principio N° 17 y recomendación N° 35 sobre el secretario del consejo, se refiere escuetamente a su importante cometido de velar por el correcto funcionamiento del órgano y, especialmente, para que este último tenga presente las recomendaciones sobre buen gobierno en sus actuaciones.

El principio N° 18 y recomendación N° 36 atienden la práctica fundamental del consejo de administración de evaluar periódicamente su propio desempeño, el de sus miembros y comisiones. Actualmente, según establece el artículo 529 nonies de la LSC, se trata de una obligación que se tiene que efectuar todos los años respecto del consejo y sus comisiones, debiéndose elaborar un plan para corregir las deficiencias. Se recomienda que cada tres años la evaluación sea auxiliada por un consultor externo y, muy importante, que se registre en el informe anual de gobierno corporativo tanto el proceso como las áreas evaluadas. A mayor abundamiento, las comisiones son evaluadas por el consejo en base a los informes que las mismas emitan y el consejo a partir del emitido por la comisión de nombramientos.



Acerca de la organización del consejo de administración y, específicamente, sobre la comisión ejecutiva, el principio N° 19 y las recomendaciones N° 37 y 38 sugieren que esté integrada por al menos dos consejeros no ejecutivos y que uno de ellos sea independiente. Además, que el secretario sea el del consejo de administración, resultando conveniente que este último órgano sea informado de todas las decisiones que tome la comisión. Debe recordarse que de acuerdo a los artículos 249 bis y 529 ter de la LSC relativos a las facultades indelegables del consejo de administración, tanto la gestión como la supervisión son propias de este órgano y, por ende, bajo ninguna circunstancia se las puede atribuir la comisión en comento.

El principio N° 20 y las recomendaciones N° 39, 40, 41, 42, 43 y 44, sobre la comisión de auditoría, efectúan consideraciones acerca de los conocimientos y experiencias en asuntos financieros y no financieros que deberían tener sus miembros y que, además, es conveniente que esta comisión se desempeñe como auditor interno respecto de los sistemas de información y control. Por tanto, se pretende reforzar la normativa española concerniente a este asunto, ampliando las funciones de esta comisión sobre auditoría interna y en cuanto a su relación con el auditor externo. Se especifican las tareas de la unidad a cargo de la auditoría interna, destacándose en el control de riesgos relevantes aquellos relacionados con la reputación de la sociedad, aspecto no financiero al que también ya nos referimos. Es importante que esta comisión se mantenga informada de todo tipo de operaciones que puedan alterar la estructura societaria para efectuar los respectivos informes de carácter económico y contable. El ordenamiento jurídico español, en su artículo 529 terdecies de la LSC, dispone la potestad del consejo de administración para constituir comisiones internas especializadas y la obligatoriedad de contar con una comisión de auditoría. El artículo 529 quaterdecies del antedicho cuerpo legal establece que la comisión de auditoría estará integrada exclusivamente por consejeros no ejecutivos y que la mayoría, al menos, deberán ser independientes y uno de estos será designado en razón de sus conocimientos y experiencia en contabilidad y/o auditoría. Sobre el número de miembros, la ley lo deja al criterio de los estatutos sociales o al reglamento del consejo de administración, según corresponda. Por último, las funciones mínimas se encuentran en este último artículo, sin embargo, se podrán ampliar mediante los estatutos sociales o reglamento del consejo de administración.

En relación con lo anterior, el principio N° 21 y las recomendaciones N° 45 y 46 abordan el control, la gestión, la cuantificación y la mitigación de los riesgos empresariales, recomendándose contar con una política y un área interna a cargo de esta cuestión, la cual debiese ser supervisada por una comisión especializada o, en su defecto, por la comisión de auditoría. Cabe destacar que sobre los riesgos a identificar se mencionan los de carácter financieros y no financieros, señalándose expresamente aquellos relacionados con criterios ambientales, sociales, reputacionales, corrupción, entre otros, lo que coincide con lo expuesto en los apartados anteriores. Como ya hemos dicho, el artículo 529 ter de la LSC establece facultades indelegables del consejo de administración y, en particular, en el literal b) se señala la determinación de la política de control y gestión de riesgos.

En cuanto a la comisión de nombramientos y retribuciones, mencionada anteriormente, el principio N° 22 y las recomendaciones N° 47, 48, 49, 50 y 51 se centran en el reforzamiento de las funciones que le corresponden a esta comisión y en el posicionamiento de los principios de independencia y especialización de los consejeros que la integren. En detalle, se recomienda que las sociedades de mayor capitalización bursátil, que en España serían las que componen el índice IBEX-35, cuenten con dos comisiones separadas, es decir, una de nombramientos y otra de retribuciones, lo que es consistente con el artículo 529, N° 2 terdecies de la LSC, norma la cual establece la obligatoriedad de constituir esta comisión o dos separadas. Adicionalmente, se recomienda que los integrantes de esta comisión cuenten con los conocimientos necesarios y que en su mayoría sean consejeros de naturaleza independiente. Normativamente y mediante el artículo 529 quinceces de la LSC, se establecen las funciones mínimas de esta comisión, cuyo catálogo se puede ampliar vía estatutos sociales o reglamento del consejo de administración. Este último se ve reforzado por las recomendaciones en comento. Sus labores principales, resumidamente, son dirigir los procesos de selección de los cargos de consejeros vacantes y de altos directivos, preparar y proponer al consejo de administración la política de retribuciones de estos últimos, comprobar su cumplimiento y revisarla periódicamente. Esta norma además establece que la comisión en cuestión estará integrada exclusivamente por consejeros no ejecutivos y, al menos, dos de estos deberán ser independientes. El número de integrantes será determinado por los estatutos de la sociedad o por el reglamento del consejo de administración.

El principio N° 23 y las recomendaciones N° 52, 53 y 54, a las que también nos referimos antes en este mismo apartado, recomiendan la creación de comisiones especializadas, cuyas normas de composición y funcionamiento sean similares a las comisiones obligatorias señaladas de manera precedente, en razón de las facultades de autoorganización del consejo de administración, lo que es coherente con lo que establece el artículo 529 terdecies, N° 1 de la LSC. Lo más importante de estas recomendaciones en particular, a nuestro juicio, es el tratamiento y mención especial que se le otorga a las materias medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, importancia que a esta altura se explica por sí sola, recomendándose que la respectiva supervisión recaiga en una comisión especializada en sostenibilidad o responsabilidad social corporativa. Adicionalmente, la recomendación N° 54 se refiere a las funciones mínimas que se deberían atribuir a este tipo de comisiones, todas las cuales giran en torno a la supervisión acerca de los principios y reglas concernientes a buen gobierno corporativo, aludiéndose a conceptos tales como asuntos medioambientales y sociales, otros grupos de interés, información no financiera, etcétera. En otras palabras, se pretende velar por el cumplimiento de los criterios ASG antes explicados.

Con relación a lo anterior, el principio N° 24 y recomendación N° 55, sobre política de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales, que como hemos señalado precedentemente en este trabajo, su promoción le corresponde al consejo de administración y que, además, se trata de una facultad indelegable de este último órgano, según dispone el artículo 529 ter de la LSC. Cabe aclarar que esta norma se refiere a la materia en cuestión bajo el concepto de política de responsabilidad social corporativa, a diferencia de la recomendación en comentario que alude a la política de sostenibilidad, sin embargo y de acuerdo a lo antes explicado, actualmente se consideran y se usan como sinónimos. En concreto, esta recomendación establece el contenido mínimo que debiese considerar este tipo de políticas.

Por último, el principio N° 25 y las recomendaciones N° 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63 y 64 configuran el último apartado de este instrumento, el cual corresponde a la remuneración de los consejeros de administración, elemento esencial, clásico y de suma importancia de todo sistema de buen gobierno corporativo. La LSC en sus artículos 529 sexdecies y 217, respectivamente, establece que los consejeros de las sociedades anónimas cotizadas serán retribuidos y, para el resto de los tipos sociales que regula esta ley, el cargo de

administrador será gratuito. En ambos casos, salvo que se establezca lo contrario en los estatutos sociales. Luego y atendido a la complejidad de las estructuras de remuneración, la excesiva atención en el corto plazo y la ausencia de prudencia respecto a la obtención de resultados, es que este tipo de instrumentos se han visto en la obligación de incluir recomendaciones más específicas sobre esta materia, a fin de profundizar sobre la estructura, composición y forma de las remuneraciones, las que después se han ido transformando en normas vinculantes.

Por un lado, la recomendación N° 56 prevé que este tipo de remuneraciones, en general, debe ser acorde a las funciones y al perfil profesional del consejero pero no excesiva ya que se puede comprometer la independencia de aquellos de naturaleza externa.

Sobre las remuneraciones variables, entrega de acciones, opciones o derechos sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de las mismas y sistemas de ahorro a largo plazo, la recomendación N° 57 señala la conveniencia de que se apliquen solo a consejeros ejecutivos, y que un porcentaje relevante corresponda a entrega de acciones o de instrumentos financieros referenciados, según señala también la recomendación N° 61. A modo de excepción y en caso que se decida entregar acciones a consejeros de naturaleza no ejecutiva, se recomienda que sea bajo la prohibición de enajenar, en sentido amplio, hasta que cesen en sus cargos.

La recomendación N° 58 se refiere a las consideraciones técnicas que se deben incluir al momento de determinar las remuneraciones de naturaleza variable, coincidiendo con la letra d) del numeral 3° del artículo 529 novodecies de la LSC, destacándose que esta norma se refiere incluso a los conceptos de criterios de rendimiento financiero, no financiero y de responsabilidad social de las empresas. Lo anterior, con el objetivo de que sean acordes al trabajo efectuado por parte del consejero y no solo por la evolución del giro de la sociedad o del mercado en general, teniendo presente como indica la recomendación N° 60, los reparos del auditor externo que puedan disminuir los resultados finales de la sociedad. Por tanto, se recomienda que los componentes variables se establezcan con relación a criterios de rendimientos predeterminados y medibles, que fomenten la sostenibilidad y la creación de valor a largo plazo, lo que es coherente con el numeral 4° del artículo 217 y letra a) del numeral 3° del artículo 529 novodecies de la LSC, con la diferencia de que no se limitan a las remuneraciones variables y, por último, que estas remuneraciones no solo se

devenquen por hechos puntuales, como suele ocurrir con las metas, sino que por el ejercicio continuo del cargo durante un periodo de tiempo suficiente. En este mismo sentido y tal como indica la recomendación N° 59, es conveniente que el pago de las remuneraciones variables quede sujeto a una comprobación del cumplimiento de las respectivas condiciones y, además, como mecanismo para evitar recompensar resultados desfavorables, se recomienda la incorporación de cláusulas de reducción o malus, con efecto ex ante, que consisten en la pérdida total o parcial de la remuneración variable devengada y aún no percibida. También se recomienda la incorporación de cláusulas de reembolso o clawback, según señala la recomendación N° 63, aplicables en caso que el pago de la remuneración variable no se haya ajustado a los referidos criterios de rendimiento o se haya percibido en base a datos inexactos y, por ende, con efecto ex post. Ambas cláusulas son de naturaleza contractual, no obstante, el artículo 529 novodecies, N° 3, letra e) de la LSC, se refiere someramente a este asunto.

De manera similar a la referida prohibición de enajenar, la recomendación N° 62 considera útil que la entrega de acciones, opciones o instrumentos financieros a consejeros ejecutivos quede condicionada a una prohibición de enajenar o de ejercicio por al menos tres años, sin perjuicio de las excepciones que indica la misma recomendación.

Por último y en cuanto a aquellos pagos por resolución o extinción de contrato entre un consejero y la sociedad, la recomendación N° 64 establece que este tipo de pagos no deben superar el monto equivalente a dos años de retribución total anual y su pago debiese efectuarse una vez que se ha comprobado que el respectivo consejero ha cumplido con los correspondientes criterios.

## Principios de gobierno corporativo del G20 y la OCDE

Los principios de gobierno corporativo del G20 y la OCDE, tal como se adelantó en los primeros apartados de este trabajo y a los cuales nos remitimos, son el principal marco de referencia de carácter internacional desde su primera publicación en el año 1999 en adelante, tanto para los reguladores como para los regulados, es decir, para el mercado en general, cuyo propósito se centra en la eficiencia económica, el crecimiento sostenible y la estabilidad financiera<sup>139</sup>. También es necesario referirse a este instrumento ya que tanto España como Chile forman parte de la OCDE.

La última revisión y versión de este instrumento de derecho blando coincide con el periodo de preparación de este trabajo final de máster, lo que explica las acertadas referencias a la edición del año 2016, ya que durante el mes de septiembre de 2023 se publicó la respectiva actualización que se ha enfocado en promover la sostenibilidad corporativa, la confianza de los mercados y la estabilidad financiera<sup>140</sup>.

Es importante señalar que la principal modificación que trae esta actualización es la incorporación de un nuevo capítulo sobre sostenibilidad y resiliencia, lo cual coincide con lo señalado en los correspondientes apartados de este trabajo y, además, llega en buena hora por la importancia que comprende y la urgencia con la que se debe abordar la gestión de los riesgos asociados a los factores ESG. Debe destacarse la inclusión de este nuevo capítulo, primero, por la atinencia del mismo y, segundo, por los conceptos que usa e interrelaciona ya que establece una conexión directa entre gobierno corporativo y sostenibilidad, entendiendo que la promoción de una buena política sobre esta materia debe considerar necesariamente la sostenibilidad, lo que conlleva la debida gestión de riesgos asociados y la comunicación de más y mejor información respecto de las partes interesadas, incluidos los accionistas, lo que en definitiva crea o crearía, si adoptan las recomendaciones y se cumple la normativa según corresponde, mayor valor a largo plazo para las empresas y el mercado en su conjunto<sup>141</sup>.

---

<sup>139</sup> (OCDE 2016, 9)

<sup>140</sup> OCDE. 2023. *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*, 4. Disponible en [https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023\\_ed750b30-en](https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en)

<sup>141</sup> (OCDE 2023, 7)

La versión revisada y actualizada corresponde a la publicada durante el año 2016, documento que fue el resultado de una revisión efectuada durante los años 2014 y 2015 de la edición que la antecedió del año 2004.

Entonces y sin perjuicio de los siguientes comentarios sobre el contenido de los principios, con menor profundidad que la revisión del CBGSC debido a que gran parte de estas cuestiones ya se encuentran en el derecho español y/o en el referido código, es pertinente indicar que este instrumento es un marco de referencia y, por ende, adaptable a las circunstancias concretas del lugar en que se pretendan aplicar. En este mismo sentido, se trata de principios no vinculantes, susceptibles de ponderación y, en consecuencia, de cumplimiento voluntario y centrado en las sociedades anónimas abiertas o que cotizan en bolsa, sin embargo, también posibles de ser adoptados por sociedades no cotizadas. En razón de los constantes cambios a los que se ven expuestos tanto los países como los mercados, a nivel interno como externo, es que estos principios se encuentran en continua evolución.

El primer<sup>142</sup> capítulo y principio de este instrumento se refiere a la necesidad de contar con un marco eficaz de gobierno corporativo, lo que no será igual para cada ordenamiento jurídico ya que dependerá de las circunstancias concretas. Luego y como ya hemos dicho, la experiencia nos permite aseverar que los países más avanzados en esta materia disponen de un entramado de normas vinculantes y un conjunto de principios o recomendaciones de cumplimiento voluntario, en base al principio de cumplir o explicar, sin perjuicio de que existe una clara tendencia a la normativización de estas últimas. Se debe destacar la importancia que se le atribuye a la consulta ciudadana y, en particular, a quienes participan en el mercado, de carácter efectiva y continua, como parte fundamental para la consecución de este marco.

Entendiendo que el buen gobierno corporativo está pensado principalmente en las sociedades anónimas cotizadas, las cuales integran los mercados bursátiles nacionales e internacionales, es que resulta esencial que estos marcos sean lo suficientemente flexibles para lograr mercados transparentes y eficaces, lo que al final contribuirá a conseguir buenos resultados económicos globales. La flexibilidad quiere decir que este marco debe ser maleable a las coyunturas diarias del mercado, lo que además debe acompañarse de

---

<sup>142</sup> (OCDE 2023, 9 - 13)

autoridades con facultades ejecutivas y sancionadoras que permitan disuadir conductas que debiliten al buen gobierno, sin perjuicio de la posibilidad de delegar facultades en instituciones privadas. Otro punto esencial es la calidad de la normativa interna de los mercados de valores o bolsas, que en su mayoría también corresponden a sociedades anónimas cotizadas, ya que a través de estas reglas se suelen fijar criterios de cotización y operaciones mercantiles, debiéndose resguardar que contribuyan al interés general. Por último y atendido a la internacionalización de los negocios, es conveniente que los reguladores y mercados de valores estén dotados de sistemas bilaterales y multilaterales de intercambio de información.

El siguiente capítulo y principio número dos<sup>143</sup> abordan la protección y el ejercicio de los derechos de los accionistas, la garantía de tratamiento equitativo respecto de los mismos y la posibilidad de reparación en caso que sus derechos sean vulnerados. Por razones obvias los accionistas tienen derechos limitados y son a través de estos la forma en que se relacionan e intervienen con las sociedades. Sin perjuicio de que cada ordenamiento nacional puede establecer más o menos derechos, existen algunas cuestiones básicas que se suelen repetir en todos, por ejemplo, la modificación de los estatutos sociales, la elección de los miembros de los consejos de administración, la aprobación de operaciones extraordinarias, entre otras, que se manifiestan mediante el principal derecho político de los accionistas, es decir, el voto en las juntas generales.

Enseguida, el tratamiento equitativo de los accionistas y, en particular, la protección de los minoritarios y extranjeros respecto de los mayoritarios, altos ejecutivos y consejo de administración, requiere de derechos ex ante o que permitan anteponerse al eventual abuso o agravio, y ex post, es decir, aquellos que posibilitan la reparación del daño causado como sería la opción de promover acciones judiciales y recursos administrativos. Sobre esto último, debe tenerse presente lo ya dicho acerca de la discrecionalidad empresarial que protege a los administradores sociales, en el ejercicio de sus funciones, a fin de alcanzar un equilibrio y evitar exceso de litigiosidad. Debe aclararse que el trato equitativo es dentro de una misma clase de acciones, por lo que es posible que una sociedad también tenga acciones preferentes o privilegiadas, con derecho de voto restringido o sin voto, etc. También se hace referencia a los pactos parasociales, como se conocen en derecho

---

<sup>143</sup> (OCDE 2023, 14 - 21)



español, indicándose la conveniencia de que estos deben ser comunicados a la sociedad ya que pueden repercutir en las políticas de la empresa.

Sobre el derecho fundamental de los accionistas de asistir a las juntas, participar y a la posibilidad de votar en las mismas, se debe fomentar y estar por la supresión de obstáculos artificiales que generalmente provienen de artimañas de accionistas mayoritarios que pretenden disuadir al resto. Es por esto que se recomienda facilitar el voto remoto, sistemas de confirmación de voto y el envío de los antecedentes de manera electrónica para conferir poder para representar y votar con instrucciones expresas, lo que beneficia a todos los accionistas y no solo a los minoritarios, extranjeros e institucionales.

Otros derechos básicos de los accionistas tienen que ver con el proceso de elección de los consejeros de administración y con la aprobación de las políticas de remuneraciones de estos últimos y de los altos ejecutivos, puntos de suma relevancia para el buen gobierno corporativo como ya hemos señalado.

En cuanto a las operaciones con partes vinculadas, este instrumento no las veta al igual que la mayoría de los ordenamientos jurídicos, sin embargo, recomienda que sean reguladas por los riesgos que conllevan, es decir, el abuso y los conflictos de interés, jugando un rol muy importante tanto el consejo de administración respecto del proceso de debida diligencia y la aprobación de este tipo de operaciones como la junta general de accionistas en caso de operaciones más complejas. Además, se señalan varios mecanismos para prevenir el abuso de los accionistas mayoritarios y, en general, de parte de los grupos controladores, pudiéndose destacar la prohibición de operaciones de autocontratación, la regulación efectiva del deber de lealtad de los administradores de la sociedad, emisión de acciones con derechos preferentes, entre otras.

Este capítulo concluye con una breve referencia a los requisitos de eficiencia y transparencia que requieren los mercados de fusiones y adquisiciones, asunto que suele estar regulado en la ley de mercado de valores o equivalente, tal como ocurre en España.

Por su parte, el capítulo y principio número tres<sup>144</sup> tratan lo concerniente a los inversores institucionales, los mercados bursátiles o de valores y a los otros intermediarios que intervienen en este tipo de operaciones. Es así que el marco de gobierno corporativo debe ir más allá de la simple interrelación entre accionistas, resultados empresariales y dividendos, ya que a medida que pasa el tiempo la cadena de inversión se va complejizando, sumándose más actores y, en particular, intermediarios entre la sociedad y los beneficiarios finales. Ejemplo de esto último son las inversiones que realizan los fondos de inversión, fondos de pensión, aseguradoras, hedge funds, entre otros, todos los cuales se tratan de inversionistas o accionistas institucionales que manejan un porcentaje importante del capital que se invierte en los mercados bursátiles, por lo que necesitan delegar la gestión en profesionales especializados. El tipo de inversión que ofrezcan estos accionistas institucionales va a determinar de qué manera se relacionan e influyen en el gobierno corporativo de las empresas, ya que la estrategia puede enfocarse en un comportamiento pasivo que solo busca rendimientos a largo plazo sin una implicación y ejercicio efectivo de los derechos de los accionistas o, al contrario, en un comportamiento activo. Lo importante para este instrumento y así lo recomienda, es que este tipo de inversores de carácter fiduciario revelen sus políticas sobre gobierno corporativo, con mayor o menor detalle dependiendo del país, promovándose la transparencia y el activismo accionarial en favor de los beneficiarios finales.

Como hemos dicho, en estas cadenas de inversión se recurre a diferentes tipos de profesionales que, principalmente, ofrecen asesoría a los propietarios intermediarios de las acciones, como sería el caso de los inversores institucionales. Resulta fundamental que analistas, corredores, agencias de calificación crediticia, asesores de voto, proveedores de calificación de criterios ESG, entre otros, se encuentren regulados de manera rigurosa por la importancia que revisten para el gobierno corporativo y, de este modo, intervengan asesores íntegros, transparentes y sin conflictos de interés.

Adicionalmente, este capítulo promueve o, recuerda, que el uso de la información privilegiada y la manipulación del mercado deben estar prohibidas, pues son contrarias al buen gobierno. Por último, se recalca la importancia de la transparencia en la información tanto de las sociedades como del mercado en general, indicando que es relevante conocer bajo qué ordenamiento jurídico y sistema de buen gobierno se rigen las empresas que

---

<sup>144</sup> (OCDE 2023, 22 - 26)

cotizan, considerando la internacionalización de las mismas y, además, para contar con una determinación justa y eficiente de los precios de las acciones.

El capítulo y principio número cuatro<sup>145</sup> se ocupan de la divulgación de información oportuna y detallada que debe garantizar el marco sobre buen gobierno corporativo. Se espera que esta información de carácter material de las sociedades cotizadas, es decir, aquella que cualquier inversor diligente considera relevante para alcanzar la determinación de invertir o votar, se divulgue al menos una vez al año y que el mercado en general pueda acceder a ella de manera simultánea. Sin perjuicio de la referida información material obligatoria que cada empresa debe compartir, lo que incluye lo financiero y no financiero o sostenible, no es extraño que estos regulados también incluyan otros antecedentes de manera voluntaria en respuesta a las exigencias del mercado. Lo anterior, son las características de un sistema sólido que resulta útil para todos los actores, ya que por un lado genera confianza en los inversionistas y, por otro, permite que las sociedades obtengan mayores capitales.

El capítulo en comento otorga una recomendación sumamente detallada sobre el contenido de la divulgación de información, el cual coincide en general con lo sostenido respecto a los informes periódicos que deben presentar las sociedades cotizadas y, en particular, con lo dicho acerca del informe de gestión, estado de información no financiera o información sobre sostenibilidad como pasará a llamarse, informe anual sobre gobierno corporativo e informe anual sobre remuneraciones. Es importante destacar que se indica la conveniencia de que la información debe divulgarse en base a criterios formales y contables de carácter internacional, y que la misma sea auditada por un experto independiente, lo que coincide con el espíritu de la Directiva (UE) 2022/2464 antes revisada.

El penúltimo capítulo y principio número cinco<sup>146</sup> se refiere a las responsabilidades y funciones clave del consejo de administración. Primero, se revisan los principales deberes de este órgano y de sus respectivos miembros, es decir, el de diligencia y el de lealtad. Este instrumento considera la regla de la discrecionalidad empresarial, lo que es fundamental para que los consejeros puedan ejercer sus cargos de la mejor manera posible y no verse limitados o amenazados por eventuales litigios. Asimismo, se debe destacar la importancia que se le otorga al trato igualitario respecto de los accionistas, ya que el consejo de

---

<sup>145</sup> (OCDE 2023, 27 - 33)

<sup>146</sup> (OCDE 2023, 34 - 43)

administración debe velar por el interés social y no por el de los accionistas que los nombraron.

En cuanto a la coherencia entre la remuneración de los consejeros y el interés social a largo plazo de la empresa, se contempla como una buena práctica la consideración de cláusulas de reducción o malus y de reembolso o clawback, en el mismo sentido que el CBGSC. Con relación a la función de garantizar la integridad de los sistemas de cumplimiento normativo o compliance, se puede resaltar la mención a la tipificación del cohecho, soborno, lavado de activos y corrupción, que también se encuentran en la ley y en el código de buen gobierno de España. Otro punto importante y que en este caso no coincide plenamente con el ordenamiento jurídico español, según se dispone en los artículos 529 sexies y septies de la LSC y lo revisado en los respectivos apartados de este trabajo, es que se recomienda que los cargos de gerente general de la sociedad y presidente del consejo de administración sean separados y, por ende, ejercidos por diferentes personas, en favor de la objetividad e independencia de este órgano. Por último, es menester recalcar la recomendación que se efectúa en el sentido de reforzar la inclusión de talento femenino en todas las áreas de las empresas y, además, establecer procesos de selección que respeten la igualdad de género y promuevan la diversidad.

El último capítulo y principio número seis<sup>147</sup> de este instrumento se titula sostenibilidad y resiliencia y, además, configura la principal novedad de la actualización de estos principios efectuada durante el año 2023, ya que en las ediciones anteriores no se consideraba este apartado. La época y el contenido de este capítulo coincide, en gran parte, con la precitada Directiva (UE) 2022/2464, lo que denota la gran importancia que involucra esta materia para los estados, organizaciones internacionales, empresas, inversionistas, mercados y para toda la comunidad internacional. Sobra decir que estos últimos han expresado su compromiso de avanzar hacia una economía sostenible, lo que poco a poco se ha ido manifestando a través de las distintas regulaciones nacionales e internacionales, empero y voluntariamente hasta cierto punto, algunas empresas se han adelantado y adaptado sus marcos de gobierno corporativo con el objeto de gestionar las oportunidades y riesgos con un enfoque sostenible, que considere los intereses de todas las partes interesadas y que, en definitiva, cree mayor valor a largo plazo.

---

<sup>147</sup> (OCDE 2023, 44 - 50)

En línea con lo anterior, es que una de las recomendaciones que se debe destacar, a título de buena práctica y considerándose también las exigencias del mercado, es la divulgación de información material sobre sostenibilidad de carácter coherente, fidedigna y comparable respecto no solo de las sociedades anónimas cotizadas, ya que podría generar un desincentivo a la transacción bursátil, sino como una norma societaria de aplicación general pero flexible en cuanto al tamaño de las mismas, tal como lo ha regulado la referida directiva. De lo contrario, consideramos que podría tornarse en una más de aquellas regulaciones ineficientes de los ordenamientos jurídicos.

En cuanto al contenido mínimo de los reportes sobre sostenibilidad, las empresas deberían divulgar lo que es relevante para los inversionistas al momento de analizar el valor, las inversiones y las decisiones de voto de las mismas y, por tanto, necesariamente información sobre asuntos ambientales, sociales, derechos humanos, capital humano, entre muchos otros, según hemos explicado a lo largo de este trabajo. Además y no menos importante, es la conveniencia que se indica de adoptar estándares formales para la divulgación de la información que sean reconocidos internacionalmente, ya que así estos reportes se convierten en instrumentos útiles y comparables tanto a nivel nacional como internacional. Es importante que este tipo de información se prepare e interrelacione con la información financiera y sobre otros asuntos corporativos relevantes y, de este modo, lograr la equiparación de la que hemos hablado. También y como ya ocurre en España, es conveniente que estos informes sean verificados por un auditor externo en base a estándares internacionales, a fin de incrementar la confianza del mercado. Es menester recordar que lo dicho hasta el momento forma parte de un marco de referencia y, por ende, cada ordenamiento debe adaptarlo a sus circunstancias.

Con relación a las perspectivas sobre sostenibilidad que deben considerarse en el núcleo interno de una empresa, este capítulo promueve que no es suficiente que el consejo de administración solo tenga presente el punto de vista de los accionistas, por lo que es imprescindible, como ya hemos dicho, que el marco de gobierno corporativo garantice también que se tengan a la vista las perspectivas del resto de las partes interesadas, es decir, trabajadores, acreedores, clientes, comunidades afectadas, proveedores, entre otros, ya que finalmente el interés de la empresa o el interés social es la convergencia de todos ellos. En este mismo sentido y por último, se recomienda la participación de los trabajadores, indicándose ejemplos de diferentes tipos de mecanismos, pudiéndose

destacar la representación en los consejos de administración y procesos de gobernanza o en comités determinados.

## Regulación en Chile

La práctica en Chile en relación con la autorregulación en materia de principios de buen gobierno corporativo es relativamente joven ya que data recién del año 2012, cuando el regulador y supervisor financiero de la época, la Superintendencia de Valores y Seguros, hoy reemplazada por la Comisión para el Mercado Financiero<sup>148</sup>, dictó la Norma de Carácter General N° 341 con el objetivo de elevar los respectivos estándares, como herramienta para que las sociedades anónimas abiertas pudiesen informar a los inversionistas sobre sus políticas y prácticas de buen gobierno, y como incentivo para que las empresas fueren mejorando constantemente<sup>149</sup>. Además y a la fecha, debe considerarse que no se cuenta con un código de buen gobierno corporativo.

La referida NCG intentó imponer a las sociedades anónimas abiertas y, en particular, a sus directorios, como principal órgano de gobierno, la responsabilidad de divulgar información anualmente acerca del cumplimiento voluntario de 19 estándares de buen gobierno determinados por el regulador, a través de un cuestionario de respuesta obligatoria<sup>150</sup> y bajo la modalidad del principio cumplir o explicar<sup>151</sup>. El gran problema de esta norma fue que se dictó a título de autorregulación, sin embargo y en la práctica, se transformó en todo lo contrario, es decir, en una norma que obligaba a informar sobre el cumplimiento de procedimientos y políticas sin considerar principios ni objetivos generales, lo que habría generado que esta norma no provocara avances como tampoco cambios materiales en cuanto a las prácticas de gobierno corporativo<sup>152</sup>. Esta norma habría permitido constatar que las empresas frente a este tipo de instrumentos voluntarios son reticentes a revelar

---

<sup>148</sup> La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) es un servicio público de carácter técnico, que tiene entre sus principales objetivos velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública. Para ello mantiene una visión general y sistémica del mercado, considerando los intereses de los inversionistas, depositantes y asegurados, así como el resguardo del interés público. Le corresponde velar porque las personas o entidades fiscalizadas cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rigen, desde su inicio hasta su liquidación; pudiendo ejercer la más amplia fiscalización sobre todas sus operaciones. Disponible en <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyvalue-25539.html>

<sup>149</sup> García, Rodrigo. 2014. *Norma de Información sobre Prácticas de Gobierno Corporativo en Chile*. Santiago, Enero, 13. Disponible en [https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articulos-16379\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articulos-16379_doc_pdf.pdf)

<sup>150</sup> (García 2014, 13)

<sup>151</sup> (Godoy Uson, Walker Hitschfeld y Zegers Ruiz-Tagle 2018, 185)

<sup>152</sup> (Godoy Uson, Walker Hitschfeld y Zegers Ruiz-Tagle 2018, 187 - 188, 203 - 204)

información y su cumplimiento tiende a ser más bien formal<sup>153</sup>. Se cree que la dictación de esta norma motivó a que las empresas comenzaran a dictar sus propios códigos de autorregulación, lo cual no es reconocido por las mismas pero las fechas de aprobación coinciden<sup>154</sup>.

Luego y durante junio del año 2015, el regulador chileno derogó la referida norma al no cumplirse los objetivos propuestos y la reemplazó por la NCG N° 385, la cual aumentó el catálogo de buenas prácticas a declarar, pasando de 19 a 99 bajo un esquema de 4 categorías y 23 principios. Durante ese mismo año, también se dictó la NCG N° 386 para agregar las prácticas sobre responsabilidad social y desarrollo sostenible a la memoria anual de las respectivas empresas obligadas.

A pesar de lo anterior, esta NCG tampoco cumplió con las expectativas del regulador<sup>155</sup> ya que las sociedades obligadas a divulgar la información al año 2016 solo habrían cumplido con un tercio de las prácticas y al año 2021 habría aumentado a la mitad de las mismas, lo que se explicaría según algunos en el hecho de que este tipo de normas al no haber sido acordadas con los regulados carecerían de valor para estos últimos y, por tal motivo, solo se compartiría la información que exige la ley, a fin de evitar riesgos ante el regulador y el mercado en general<sup>156</sup>.

En línea con lo anterior y de acuerdo a un estudio<sup>157</sup> sobre gobierno corporativo realizado por la Universidad Adolfo Ibáñez de Chile en el año 2020, a nivel general Chile se posicionó en el segundo lugar, después de Colombia y antes de Brasil, México y Perú. Al revisar el detalle del estudio, Chile mantiene la misma posición respecto a la participación de directores independientes en los órganos de administración, específicamente con un 36% y, también, al analizarse la inclusión de criterios ASG en la determinación de las

---

<sup>153</sup> (Vásquez Palma 2022, 227)

<sup>154</sup> (Zegers y Consiglio 2013, 16)

<sup>155</sup> PwC Chile. 2016. *Implementación de la Norma de Carácter General N° 385: Estatus de los directorios en Chile*. Santiago, Noviembre, 3 – 9. Disponible en [https://www.pwc.com/cl/es/publicaciones/assets/2016/Estatus\\_de\\_los\\_directorios\\_en\\_chile\\_en\\_NC\\_G385.ptx.pdf](https://www.pwc.com/cl/es/publicaciones/assets/2016/Estatus_de_los_directorios_en_chile_en_NC_G385.ptx.pdf)

<sup>156</sup> (Vásquez Palma 2022, 228 - 231)

<sup>157</sup> Universidad Adolfo Ibáñez. 2020. *Gobierno Corporativo. Estudio Anual 2020. Desempeño de Empresas Latinoamericanas*. Santiago, 8 – 11. Disponible en <https://noticias.uai.cl/assets/uploads/2020/04/presentacion-gobiernos-corporativos-2020.pdf>



remuneraciones de los altos ejecutivos, con un 15%. Sobre la diversidad de género en los directorios, Chile baja al tercer lugar con un 8%.

En razón de lo expuesto, se efectuó un nuevo proceso de consulta, el que concluyó con la derogación de esta última norma y dictación de la NCG N° 461 de fecha 12 de noviembre de 2021, entrando en vigencia en diciembre de 2022 y, por ende, los primeros reportes recién comenzaron a publicarse durante el año 2023. Esta NCG le otorga gran valor a los criterios ESG y, por tal motivo, la nueva memoria anual que deben completar las sociedades anónimas abiertas incluye tanto las prácticas asociadas a buen gobierno corporativo como a criterios ESG.

Se debe precisar que esta norma no solo aplica a los emisores de valores de oferta pública sino que también a bancos, aseguradoras, administradoras generales de fondos, bolsas de valores, bolsas de productos, depósito de valores, sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, otras sociedades anónimas especiales, entidades y empresas públicas, sociedades inmobiliarias de leasing habitacional, sociedades informantes señaladas en el numeral 2.4 de la sección 2 de la NCG N° 364 y sociedades administradoras de fondos de inversión privado.

La nueva estructura adoptada por la última norma obedece a la de un reporte que debe incluir, en resumen, la siguiente información<sup>158</sup>: a) Perfil de la entidad: Misión, visión, propósito, valores y principios corporativos. Información histórica de la empresa. Antecedentes sobre la propiedad de la sociedad: Control, accionistas mayoritarios, tipos de acciones y derechos asociados, y otros valores distintos a las acciones; b) Gobierno corporativo: Estructura y funcionamiento del gobierno corporativo de la entidad. Información acerca del directorio u órgano de administración equivalente: Integrantes, remuneraciones, política de contratación de asesores expertos y diversidad de género. Información sobre los comités del directorio. Ejecutivos principales: Individualización y remuneraciones. Adhesión a códigos de buen gobierno corporativo nacionales o internacionales. Antecedentes sobre la gestión de riesgos implementada por la empresa. Datos sobre la relación con los grupos de interés y el público en general; c) Estrategia: Horizontes de tiempo corto, mediano y largo

---

<sup>158</sup> Para ver la totalidad de la información que debe incluirse en la memoria anual, se recomienda consultar directamente la NCG N° 461 de la CMF de Chile, de fecha 12 de noviembre de 2021, la que modifica la estructura y contenido de la memoria anual de los emisores de valores y modifica y deroga normas que indica.

plazo. Descripción de los objetivos estratégicos de la compañía, en especial sobre temas ambientales, destacándose el cambio climático, sociales y de derechos humanos, y cómo estos criterios forman parte, informan o nutren al gobierno corporativo. Indicar los compromisos adoptados en el marco del cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas u otros equivalentes. Información sobre la implementación de planes de inversión; d) Personas: Individualización, indicadores y políticas relacionadas con el personal de la entidad, lo que incluye diversidad de género, nacionalidad, edad, antigüedad, discapacidades, equidad y brecha salarial por sexo, seguridad laboral, acoso laboral y sexual, capacitaciones y beneficios; e) Modelo de negocios: Especificar los sectores industriales o económicos en los cuales se desarrollan las actividades, describir los negocios y grupos de interés que son relevantes para la entidad, entregar información relativa a las propiedades que se utilizan para llevar a cabo el giro del negocio y antecedentes sobre entidades subsidiarias, asociadas e inversiones en otras sociedades; f) Gestión de proveedores: Políticas e indicadores de pago y evaluación de proveedores; g) Indicadores: Cumplimiento regulatorio en materias relacionadas a clientes o consumidores, trabajadores, medioambiente, libre competencia y otros vinculados a la Ley sobre Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas. Métricas sobre sostenibilidad por tipo de industria de conformidad con los estándares internacionales; h) Hechos relevantes o esenciales: Resumen de los hechos esenciales o relevantes divulgados por la entidad durante el año, indicando los efectos ya verificados o aquellos que puedan tener en la marcha de la entidad, en sus valores o en la oferta de ellos. Informar los hechos ocurridos con anterioridad al periodo cubierto por la memoria y que han tenido influencia o algún efecto; i) Comentarios de accionistas y del comité de directores; j) Informes financieros: Indicar que los estados financieros de la entidad están disponibles en la página web de la CMF y en el de la propia entidad, en caso de tener.

Enseguida, la principal normativa societaria del ordenamiento jurídico chileno respecto de las sociedades anónimas abiertas corresponde a la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas y la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores, ambas de 1981 sin perjuicio de sus posteriores reformas, lo cual permite entender la fuerte influencia de los principios de libertad económica y la subsidiaridad del estado plasmados en estos instrumentos, principalmente por la realidad política y económica de aquella época en Chile.

A lo anterior, se debe sumar la estructura de propiedad de las empresas chilenas<sup>159</sup> y del mercado latinoamericano en general, la cual suele estar concentrada y controlada por un accionista mayoritario a diferencia de la dispersión o atomización que se puede observar en los países anglosajones donde, además, la ley brinda mayor protección a los inversionistas<sup>160</sup>, lo que implicó que en un comienzo las empresas chilenas fueran reacias a compartir información sobre gobernanza, salvo por los mínimos legales. Por lo mismo, las siguientes reformas se han preocupado de proteger a los accionistas minoritarios respecto del abuso de los mayoritarios<sup>161</sup>.

Cabe resaltar eso sí que el mercado de capitales chileno, además de los referidos accionistas mayoritarios que concentran gran parte de las acciones y gozan del control de las respectivas empresas, está compuesto por un tipo de accionistas minoritarios que en su mayoría no se trata de inversionistas retail sino que de institucionales, principalmente las administradoras de fondos de pensión, lo que es una particularidad de este sistema, y quienes debido a su posición en la previsión social y a los grandes montos que administran, se han convertido en actores muy importantes e influyentes del desarrollo de la gobernanza en este país, por lo que este tipo de accionistas distan mucho de la definición que se suele atribuir a minoritario indefenso<sup>162</sup>.

En el año 2000, se dictó la Ley N° 19.705, también llamada Ley de OPAS, que a grandes rasgos pretendió brindar mayor protección a los accionistas minoritarios en circunstancias de ofertas públicas de adquisición y, además, introdujo la figura del comité de directores y las primeras referencias sobre directores independientes<sup>163</sup>. Esta ley fue la primera que se dictó para la mejora del gobierno corporativo en Chile, estableciendo lineamientos generales, y se le llamó de tal manera debido a que estableció la obligación de efectuar una OPA a todos los accionistas de una sociedad, si se adquiriese el control directo o indirecto de la misma<sup>164</sup>.

---

<sup>159</sup> (Vásquez Palma 2022, 219 - 220)

<sup>160</sup> (Zegers y Consiglio 2013, 5 - 6)

<sup>161</sup> (Godoy Uson, Walker Hirschfeld y Zegers Ruiz-Tagle 2018, 181 - 182)  
(Zegers y Consiglio 2013, 6)

<sup>162</sup> (Zegers y Consiglio 2013, 9)

<sup>163</sup> (Godoy Uson, Walker Hirschfeld y Zegers Ruiz-Tagle 2018, 182)  
(Vásquez Palma 2022, 220)

<sup>164</sup> (Zegers y Consiglio 2013, 11)

Recién nueve años después y a fin de alcanzar altos estándares internacionales de gobierno corporativo, época que coincide con la incorporación del Estado de Chile a la OCDE y, por ende, con una serie de compromisos que cumplir, se dictó la Ley N° 20.382, también conocida como Ley de Gobierno Corporativo, norma que refleja la preocupación del legislador sobre los asuntos relacionados con transparencia, problemas de asimetría de información, agencia y riesgos de abuso<sup>165</sup>.

Las modificaciones más relevantes en torno a la LSA fueron aquellas relacionadas con la profundización en la regulación del comité de directores y los directores independientes, la obligación de realizar votaciones en juntas de accionistas que aseguren la simultaneidad de la emisión de votos y el voto a distancia, el derecho de separación de los accionistas minoritarios, la regulación sobre operaciones con partes relacionadas y sobre los accionistas que durante 10 años seguidos no concurran a las juntas ni cobren dividendos no serán considerados para efectos de la norma sobre el registro que lleva el regulador ni para la determinación del comité de directores.

En relación con las principales reformas introducidas a la LMV se deben destacar las normas que obligan a divulgar mayor información al mercado, sobre información privilegiada y acerca del ejercicio del derecho a voto de acciones en custodia. Además, se introdujeron modificaciones a las OPA, se incorporó la regulación sobre empresas de auditoría externa, se agregó la definición de inversores calificados y se especificó la de ejecutivo principal.

También durante el año 2009 se dictó la Ley N° 20.393 sobre Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas, la que además ha sido modificada en varias ocasiones. De hecho, la última y más agresiva corresponde a la del año 2023. El catálogo de delitos de esta ley incluye lavado de activos, terrorismo, cohecho, soborno entre entidades privadas, negociación incompatible, administración desleal, entre otros.

Dicho lo anterior, es que a continuación nos referiremos a las principales características del órgano de administración de las sociedades anónimas abiertas constituidas en Chile, es

---

<sup>165</sup> (Godoy Uson, Walker Hitschfeld y Zegers Ruiz-Tagle 2018, 182 - 183)  
(Vásquez Palma 2012, 181 - 183)

decir, el directorio y, además, a las de las juntas de accionistas, a efectos de comparar con lo ya revisado y expuesto sobre el ordenamiento jurídico español.

Por un lado, el directorio debe estar compuesto por al menos cinco integrantes elegidos por la junta de accionistas, sin perjuicio de poder establecerse mediante los estatutos sociales una cantidad mayor de directores<sup>166</sup>. El carácter remunerado de los directores debe constar en los estatutos sociales y, en el supuesto que sea así, será la junta de accionistas quien determine anualmente la cuantía de las remuneraciones<sup>167</sup>.

En cuanto a las funciones inherentes al cargo de director, estas son indelegables y necesariamente se deben ejercer de manera colectiva, es decir, por el directorio en su conjunto atendido a su carácter colegiado. Los directores tienen el derecho a ser informados de todo aquello que tenga relación con la marcha de la sociedad y, por otro lado, sus deberes son iguales para todos los integrantes del directorio, independiente si fueron elegidos unánimemente o por un grupo o clase de accionistas, ya que como órgano de administración se representa a la sociedad, debiendo velar por el interés social y no por intereses particulares<sup>168</sup>. El directorio representa a la sociedad tanto en lo judicial como en lo extrajudicial y como órgano colegiado puede delegar parte de sus facultades en una comisión de directores, directores individuales, abogados, altos ejecutivos, entre otros, lo que permite una mejor gestión y administración de la empresa<sup>169</sup>.

La designación de directores independientes solo será obligatoria para aquellas sociedades anónimas abiertas cuyo patrimonio bursátil sea igual o mayor a cincuenta y seis millones de euros aproximadamente y que, al menos, un doce coma cinco por ciento de las acciones con derecho a voto recaigan en accionistas que individualmente posean menos del diez por ciento de las referidas acciones. El artículo 55 de la LSA regula lo anterior y establece una serie de inhabilidades las cuales permiten determinar si una persona es apta o no para el cargo de director independiente, quien además debe ser propuesto por accionistas que representen el uno por ciento o más de las acciones de la sociedad. Los umbrales que determinan la obligatoriedad de contar con directores independientes, también implican que estas sociedades deben contar con un comité de directores, cuyas facultades y deberes se

---

<sup>166</sup> Artículo 31, LSA, Chile.

<sup>167</sup> Artículo 33, LSA, Chile.

<sup>168</sup> Artículo 39, LSA, Chile.

<sup>169</sup> Artículo 40, LSA, Chile.

establecen en el precitado artículo 55 que, en resumen y a modo de comparación, coinciden en general con las funciones señaladas respecto de las comisiones de auditoría, nombramientos y retribuciones de la LSC de España. Este comité debe estar integrado por tres directores, cuya mayoría deberá ser independiente. Si la sociedad cuenta solo con un director independiente, será esta persona quien nombre al resto de los integrantes<sup>170</sup>. Cabe agregar que si una sociedad se encuentra obligada de acuerdo a lo señalado en este párrafo, su directorio deberá estar integrado por un mínimo de siete directores<sup>171</sup>.

Sobre la participación de los directores en las respectivas sesiones, el artículo 47 de la LSA permite que lo hagan de manera presencial o remota, bajo la condición de que se encuentren comunicados de manera simultánea y permanente<sup>172</sup>. Las sesiones ordinarias se celebrarán, al menos, una vez por mes<sup>173</sup>.

Como se debe suponer, la gestión y administración diaria de este tipo de sociedades no la llevan los directorios sino que un gerente general, nombrado por el órgano de administración. Las facultades de este gerente serán las que determine el directorio, sin embargo, por ley le corresponderá la representación judicial de la empresa. Adicionalmente, el directorio podrá nombrar otros tipos de gerentes. Es menester destacar que el cargo de gerente no es compatible con el de presidente, auditor, contador y director de la sociedad, lo que se explica por la concentración de poder en una misma persona y respectivos riesgos<sup>174</sup>.

Luego, el derecho político de voto de los accionistas se ejerce en las juntas ordinarias y extraordinarias, y disponen de un voto por acción. El ordenamiento jurídico chileno no contempla ni permite la posibilidad de otorgar acciones con derecho a voto múltiple<sup>175</sup>. Las votaciones deben efectuarse mediante un sistema que asegure la simultaneidad de la emisión de los votos y la posibilidad de ejercer este derecho a distancia debe establecerse vía estatutos sociales<sup>176</sup>. Los accionistas pueden asistir y votar personalmente o mediante

---

<sup>170</sup> Artículo 50 bis, LSA, Chile.

<sup>171</sup> Artículo 31, LSA, Chile.

<sup>172</sup> Artículo 82 del Decreto N° 702 que aprueba nuevo reglamento de sociedades anónimas de Chile, en adelante Reglamento de la LSA.

<sup>173</sup> Artículo 81, Reglamento de la LSA, Chile.

<sup>174</sup> Artículo 49, LSA, Chile.

Artículo 88, Reglamento de la LSA, Chile.

<sup>175</sup> Artículo 21, LSA, Chile.

<sup>176</sup> Artículo 62, LSA, Chile.

representantes, cuyo poder debe otorgarse por escrito con o sin instrucciones específicas de voto. También es posible que las juntas de accionistas se lleven a cabo, total o parcialmente, de manera remota<sup>177</sup>.

Acerca de las operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas, la LSA define este tipo de operaciones y establece una serie de requisitos que se deben considerar al momento de evaluar la aprobación o rechazo de la operación. En general, será el directorio quien revisará y aprobará o rechazará la operación y, solo en casos puntuales, la junta extraordinaria de accionistas<sup>178</sup>.

El ordenamiento jurídico chileno no cuenta con una definición de interés social, lo que coincide con la normativa española<sup>179</sup>, no obstante, este concepto se utiliza en diferentes ocasiones en la respectiva normativa societaria y, además, cabe resaltar que la LSA distingue entre el interés de los accionistas, el de los directores y el de los terceros<sup>180</sup>. Tanto la doctrina como la jurisprudencia mayoritaria están por la interpretación contractualista, antes explicada, del interés social<sup>181</sup>. Sin perjuicio de lo anterior y a partir de la normativa vigente, es posible y resulta necesario, comenzar a abandonar la teoría contractualista y, en pos de un derecho societario moderno y en línea con la buena gobernanza, mirar el interés social desde la perspectiva de la tesis señalada en este trabajo como ecléctica y conocida como enlightened shareholder value<sup>182</sup>.

La LSA no cuenta con un régimen claro, sistemático ni ordenado sobre administración y responsabilidad de los administradores y, tampoco, con un deber fiduciario general de estos últimos en relación con el interés social<sup>183</sup>. La doctrina chilena ha entendido que el sistema de responsabilidad civil que le corresponde a las sociedades anónimas es el extracontractual subjetivo, lo que implica que el legitimado activo y víctima del daño debe acreditar la culpa o dolo del sujeto que ha causado el mismo, lo que no se ajustaría a la realidad de los mercados de valores, resaltándose el interés público que se encuentra en

---

Artículo 119, Reglamento de la LSA, Chile.

<sup>177</sup> Artículo 64, LSA, Chile.

Artículos 108, 110 y 111, Reglamento de la LSA, Chile.

<sup>178</sup> Artículos 146 y 147, LSA, Chile.

<sup>179</sup> (Vásquez Palma 2023, 221)

<sup>180</sup> (Vásquez Palma 2023, 225 - 227)

<sup>181</sup> (Vásquez Palma 2023, 227 - 228)

<sup>182</sup> (Vásquez Palma 2023, 234 - 235)

<sup>183</sup> (Vásquez Palma 2012, 187)

juego y que se debe proteger, a las legislaciones más avanzadas sobre esta materia y a los principios de buen gobierno corporativo<sup>184</sup>. De hecho, la propia OCDE<sup>185</sup> si bien no establece un sistema de responsabilidad específico, brinda lineamientos suficientes que los estados deberían seguir para contar con un sistema efectivo.

El régimen de responsabilidad civil de los administradores de las sociedades anónimas en Chile, principalmente, se basa en dos artículos de la LSA, 41 y 133, los cuales pueden resultar ambiguos, confusos, contrapuestos y, por ende, equívocos<sup>186</sup>. Por un lado, el artículo 41 establece una hipótesis de responsabilidad subjetiva y, por otro lado, el artículo 133 se trata de una disposición sobre responsabilidad pero más bien objetiva ya que no requiere la prueba de la culpa o dolo para su configuración. Como complemento de estas normas se encuentra el artículo 45 del mismo cuerpo legal, el que señala presunciones de culpabilidad pero frente a circunstancias concretas relacionadas con los deberes de diligencia y lealtad. Como hemos señalado en el párrafo anterior, la doctrina en su mayoría ha interpretado que la norma central de este sistema de responsabilidad es el artículo 41, sin embargo y de acuerdo al principio de especialidad y de mejor protección, tal como lo sostiene la profesora María Fernanda Vásquez Palma<sup>187</sup>, el artículo base sería el 133, el cual prescinde del elemento subjetivo y el hecho dañoso consistiría en la infracción de ley o de los estatutos sociales.

Es pertinente señalar que recientemente se incluyeron los artículos 134 y 134 bis a la LSA, normas que tienen por objetivo endurecer el régimen de responsabilidad de los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales, contadores, peritos, auditores e inspectores de cuenta externos que aprobaran o colaborasen con el hecho de entregar información falsa sobre aspectos legales, económicos y financieros de la sociedad, quienes serán sancionados con la pena de presidio o reclusión menores en sus grados medio a máximo, pudiéndose aumentar en un grado si se trata de una sociedad anónima abierta. También se sancionará con la pena de presidio o reclusión menores en cualquiera de sus grados a quienes se aprovechen de su posición mayoritaria en el directorio y, de este modo,

---

<sup>184</sup> Vásquez Palma, María Fernanda. 2022. «Propuesta de reconstrucción dogmática del sistema de responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas en Chile a la luz del buen gobierno corporativo.» *Vniversitas* 71, 2 – 3. Disponible en <https://doi.org/10.11144/Javeriana.vj71.prds>

<sup>185</sup> (OCDE 2023) Apartado V, Las Responsabilidades del Consejo.

<sup>186</sup> (Vásquez Palma 2022, 4 - 5)

<sup>187</sup> (Vásquez Palma 2022, 5 - 6)



adopten un acuerdo abusivo en su favor o en favor de otro pero en perjuicio del interés social. Lo anterior, también aplicará al accionista controlador que indujere el acuerdo abusivo del directorio o con su acuerdo se concurriere a la ejecución.

Sobre el deber de diligencia de los directores, el artículo 41 de la LSA que opera como cláusula general de esta obligación de medios, establece como estándar de diligencia la que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios, lo que es evidentemente anacrónico, ya que en legislaciones más desarrolladas como España, Alemania e Italia, ya ha sido reemplazado por el cuidado o profesionalidad que corresponda según el ejercicio del cargo con el foco puesto en el interés social y de acuerdo a los principios de buen gobierno<sup>188</sup>. Como se puede observar en el precitado artículo 41 y en el artículo 78 del Reglamento de la LSA, solo se establece el deber genérico de diligencia y no el de lealtad y, además, en su esfera de protección no considera a los terceros sino que solo a los accionistas y a la sociedad, a diferencia del aludido artículo 133 que si lo hace, lo que avala la idea señalada en los párrafos anteriores.

El deber de lealtad, el cual resulta aplicable a los administradores, personas vinculadas y a otros ejecutivos tales como los gerentes y liquidadores, tiene que ver con la anteposición del interés social por sobre el personal o, en otras palabras, el deber de evitar conflictos de interés. Se trata de una obligación de resultados, a diferencia del deber de cuidado que es de medios. La responsabilidad por la inobservancia a este deber se puede construir a partir de varias normas<sup>189</sup>, ya que a diferencia del deber de diligencia no existe una norma general sobre esta materia, sumando así un argumento más en favor del artículo 133<sup>190</sup>.

En razón de lo anterior y atendido a los riesgos inherentes de las actividades de las sociedades anónimas abiertas, los principios de buen gobierno corporativo en relación con esta materia, al interés público que se debe proteger y al derecho societario moderno, es que se requiere de una labor de corrección de carácter interpretativa, integrativa y de reformas futuras, en el sentido antedicho, ya que la cláusula general del deber de diligencia no se encuentra en línea con los referidos principios ni tampoco se cuenta con una cláusula

---

<sup>188</sup> (Vásquez Palma 2012, 190)

(Vásquez Palma 2022, 5 - 6)

<sup>189</sup> Artículos 42 y 45, LSA, Chile.

Artículo 79, Reglamento de la LSA, Chile.

<sup>190</sup> (Vásquez Palma 2012, 197, 201)

(Vásquez Palma 2022, 8)

general del deber de lealtad, no son claros los deberes relativos a los directores y, en general, el sistema de responsabilidad genera confusión, lo que se podría remediar mediante la integración de los principios de buen gobierno corporativo, ya sea desde un punto de vista legal, jurisprudencial y/o a partir de la propia autonomía de la voluntad de las empresas<sup>191</sup>.

---

<sup>191</sup> (Vásquez Palma 2022, 12 - 14)

## Conclusiones

Actualmente, los mercados bursátiles y las sociedades anónimas cotizadas que interactúan a través de ellos están dotadas de estructuras económicas, financieras y legales cada día más complejas y dinámicas. Es así que los clásicos sistemas de administración, control y gestión de estas empresas han tenido que evolucionar rápidamente y ajustarse a estas nuevas estructuras. En este mismo sentido, los reguladores han debido adaptarse a estos cambios y así intentar evitar aquellas crisis financieras a las cuales se han visto expuestos los mercados mundiales.

Los sistemas de buen gobierno corporativo han sido la principal herramienta a la cual han podido recurrir las empresas, los mercados y los ordenamientos jurídicos nacionales e internacionales, a efectos de lograr una administración social o empresarial eficiente, responsable y con información transparente y confiable. La regulación del buen gobierno corporativo ha transitado desde la vereda de la autorregulación casi en términos absolutos, en base al principio anglosajón de cumplir o explicar, a la de exigentes normas vinculantes. Esto último, principalmente, por conductas reprochables de parte de los órganos de administración social y accionistas mayoritarios que en base a su concentración de poder han provocado daños al interés social de las empresas y a los mercados en general. Hoy la mayoría de los países más avanzados en esta materia cuentan con sistemas de gobierno corporativo en los que existe una interacción entre normas vinculantes, las que priman, e instrumentos de principios y recomendaciones de naturaleza soft law, las que operan de manera complementaria y limitada a asuntos más bien internos de las sociedades.

Por tanto, es esencial que las sociedades anónimas abiertas gocen de estructuras fuertes, claras y transparentes que protejan a los accionistas respecto de la administración social y de aquellos accionistas mayoritarios o controladores, siendo este el principal objetivo de todo sistema de buen gobierno corporativo pero no el único, ya que la promoción y protección del interés social a cargo de la administración no solo debe considerar a los accionistas o shareholder sino que también al resto de las partes interesadas o stakeholder. Solo de esta manera, es posible crear mayor valor a largo plazo y de forma sostenible, lo que coincide con la teoría denominada enlightened shareholder value y que se contrapone a la clásica tesis contractualista.

La creación de mayor valor a largo plazo y la gestión eficiente de los riesgos de una sociedad anónima cotizada definen el concepto de sostenibilidad en relación con el buen gobierno corporativo. Adicionalmente, los criterios ESG o ASG, los cuales forman parte del concepto de sostenibilidad, permiten que el mercado evalúe la gestión ética y responsable de los recursos naturales, las relaciones laborales y el comportamiento corporativo de las empresas.

En razón de lo anterior, buen gobierno corporativo, sostenibilidad y criterios ASG son conceptos que se interrelacionan, sin perjuicio de que el primero opera como base para el resto. Lo precedente, también permite aseverar la importancia de la reputación corporativa, de la implicación a largo plazo de los accionistas, entre otros, cuestiones que se pueden agrupar bajo la denominación de información no financiera o sobre sostenibilidad, que en su conjunto contribuyen a los referidos fines del buen gobierno corporativo.

La situación actual sobre esta materia en España presenta aspectos positivos y algunos asuntos en que se debe mejorar. Primero, se ha adoptado un sistema de buen gobierno corporativo compuesto por normas vinculantes que en su mayoría se encuentran en la LSC, provenientes de proyectos de ley internos y trasposiciones de disposiciones de la UE y, además, se cuenta con el CBGSC de la CNMV, instrumento mediante el cual se establecen principios y recomendaciones de cumplimiento voluntario en base al principio de cumplir o explicar, el que también se encuentra reconocido expresamente en la ley nacional.

La LSC ha fortalecido las bases del buen gobierno corporativo en España, ya que en general se trata de una ley completa y exigente que regula diversas materias sobre lo planteado, pudiéndose destacar las siguientes: a) Norma sobre la protección de la discrecionalidad o buen juicio empresarial en favor de los administradores sociales; b) Catálogo de facultades indelegables del consejo de administración y, en particular, la aprobación de las políticas de gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa, y la supervisión respecto de la información no financiera; c) Regulación sobre los consejeros independientes, en razón de la importancia que representan para la defensa de los intereses de los stakeholder; d) Obligación de elaborar y presentar anualmente los informes sobre remuneraciones de los consejeros de administración y sobre gobierno corporativo, ambos junto al informe de gestión, lo que contribuye a la información transparente y confiable que se pretende divulgar al mercado; e) Normas que favorecen al principio de la

igualdad de trato de los accionistas, a fin de evitar abusos de los accionistas mayoritarios y/o controladores y, además, disposiciones que promueven las políticas de diversidad respecto de la integración de los consejos de administración, comisiones y dirección; f) Fomento a la implicación a largo plazo de los accionistas, de manera efectiva y sostenible, en contraposición de aquellas estrategias de inversión cortoplacistas que solo dañan a los mercados y a las economías, y también referencias en favor de la participación de los trabajadores en la gestión de las empresas, y; g) Juntas generales de accionistas con asistencia y ejercicio de derechos de manera telemática, entre muchas otras.

No obstante lo anterior, aún hay cuestiones pendientes que resolver, por ejemplo, la brecha que existe entre las sociedades anónimas cotizadas y no cotizadas en relación con la regulación sobre buen gobierno corporativo. Si bien con las diferentes reformas legales se han ido incorporando normas sobre materias que en un principio eran exclusivas de las sociedades cotizadas y ahora resultan comunes, consideramos que no es suficiente y, en concreto, sería conveniente avanzar a partir de una mirada integral para que todas las sociedades, al menos las anónimas, se alinearan con los estándares de buen gobierno. De hecho, la Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de fecha 14 de diciembre de 2022, a la que nos referimos en este trabajo, se aproxima a lo planteado ya que su objetivo es equiparar la información sobre sostenibilidad, hoy todavía regulada en derecho español como EINF, con la financiera, a efectos de acceder a información pertinente, comparable y fiable a partir de la divulgación que efectúen las empresas obligadas y que, en este caso, alcanzará tanto a grandes empresas, cotizadas y no cotizadas, como también a medianas y pequeñas cotizadas, incluidas las pymes y excluyéndose a las microempresas, entre otras. Esperamos que a través de esta directiva y respectivas trasposiciones de los diferentes países miembros de la UE, se logren los objetivos pretendidos, es decir, equiparar la información sobre sostenibilidad y criterios ASG con la información financiera y, en consecuencia, acceder a la mayor y mejor información, periódicamente y en base a criterios uniformes.

Otro asunto que debe abordarse con la máxima atención y premura es la regulación acerca del interés social en el ordenamiento jurídico español, ya que no se cuenta con una definición del concepto ni con referencias claras en favor de los stakeholder, a diferencia del CBGSC de la CNMV que desde el año 2015 ya considera a los accionistas y al resto de los grupos interesados como parte del interés social, lo que nos parece acertado ya que se

alineada con el derecho societario moderno y con el buen gobierno. Además y según ya explicamos, la última reforma al artículo 225, N° 1 de la LSC, sobre el deber de diligencia de los administradores, a través de la cual se incluyó el concepto de subordinar el interés particular al interés de la empresa, cuestión que a simple vista corresponde al deber de lealtad que se encuentra regulado en el artículo 227, N° 1 de la LSC, norma que recurre al concepto del mejor interés de la sociedad, asunto que el legislador claramente no consideró. Por tanto y si bien ha sido posible recurrir a interpretaciones para defender la teoría sobre el interés social a la que adscribimos y, así lo ha tenido que hacer parte de la doctrina y jurisprudencia española, consideramos que sobre esta materia es conveniente y necesario reformar la normativa pertinente en el sentido antedicho. Coincidentemente el derecho chileno tampoco contempla una definición sobre interés social y tanto la jurisprudencia como la doctrina mayoritaria se inclinan por la interpretación contractualista, por lo que consideramos que se necesita una reforma legal urgente en el mismo sentido que el derecho español.

Enseguida y a pesar de contar con una exigente regulación tanto en la LSC como en el CBGSC de la CNMV, la política de remuneraciones de los administradores sociales es uno de aquellos asuntos que requiere de un constante y riguroso control de parte de las juntas de accionistas y del regulador, ya que cualquier obstáculo respecto de esto conlleva el riesgo de que la política se torne en ineficaz. Para que esta política esté alineada con el buen gobierno se requiere que sea proporcional, que considere a todas las partes interesadas, que evite estrategias cortoplacistas o, en otras palabras, que se fije en función de la sostenibilidad y la rentabilidad a largo plazo. Se debe poner especial atención en el control sobre las remuneraciones variables, ya que es en este punto donde los incentivos y el interés personal de los administradores colisionan con el interés social, afectando de manera transversal a las sociedades.

La adopción de un código de buenas prácticas sobre gobierno corporativo, en general, se interpreta y consideramos que es una garantía para los inversionistas y los mercados. Sin ir más lejos y aun cuando se trata de un instrumento complementario de la ley, España cuenta con un sólido, detallado y actualizado Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de la CNMV, que establece directrices claras y específicas y que, además, es lo suficientemente flexible para que cualquier sociedad cotizada lo pueda adoptar. Estimamos que se deben destacar aquellos principios y recomendaciones en relación con diversidad,

información sobre sostenibilidad y criterios ASG, ya que así es posible observar y concluir que el contenido del CBGSC es equiparable al de los países más desarrollados en buen gobierno. En este mismo sentido y en razón de la revisión efectuada a los principios de gobierno corporativo del G20 y la OCDE, podemos afirmar que lo tratado en este último instrumento coincide en gran parte con el CBGSC y, de hecho, el código español incluyó recomendaciones sobre sostenibilidad antes que el referido instrumento internacional, el cual recién a fines del año 2023 incorporó un nuevo capítulo en tal sentido.

Luego y considerando el alto porcentaje de adopción tanto de las recomendaciones del CBGSC como de parte de las sociedades cotizadas españolas, todavía hay desafíos pendientes como es la aplicación de las políticas de diversidad y, en particular, el nombramiento de mujeres en los consejos de administración y en los cargos directivos, ya que aún se mantiene una baja participación.

A pesar de que la estructura general de propiedad de las sociedades anónimas abiertas chilenas no es muy diferente a la española, ya que en ambos casos el dominio sobre las acciones suele estar concentrado en accionistas mayoritarios o controladores, en términos regulatorios el ordenamiento chileno, evidentemente, presenta mayores desafíos. Por un lado, ha ido avanzando a través de las diferentes reformas legales que se han promovido y, de este modo, se han incorporado una parte importante de aquellos conceptos e instituciones esenciales del buen gobierno y, además, se han ido cumpliendo progresivamente los diferentes compromisos adquiridos a partir de la incorporación de Chile a la OCDE, sin embargo, todavía queda mucho trabajo por hacer.

A la fecha y de manera similar a España, el ordenamiento jurídico chileno goza de una regulación societaria bastante completa y que cumple con gran parte de los estándares internacionales mínimos, pudiéndose destacar las normas referidas, por ejemplo, a los comités de directores, directores independientes, participación y ejercicio de derechos en juntas de accionistas y sesiones de directorios de manera telemática, operaciones con partes relacionadas, entre muchas otras. No obstante y de manera lamentable, nos resulta obligatorio comentar que en la normativa societaria de este país y, en particular, en la LSA, no existe referencia alguna a los conceptos que tanto hemos repetido en este trabajo, es decir, buen gobierno corporativo, sostenibilidad, criterios ASG o ESG, responsabilidad social corporativa, política de diversidad, entre otros. Si bien esto último ha sido abordado

a través de la autorregulación sobre buen gobierno corporativo que ha pretendido la CMF mediante las diferentes NCG que se han dictado, en base al principio de cumplir o explicar, no ha sido suficiente y los resultados no han sido los esperados. Tenemos la convicción de que una de las principales causas del fracaso de la autorregulación tiene que ver con la falta de participación de los regulados en los respectivos procesos de consulta y elaboración de las NCG y, en consecuencia, la recepción no ha sido la pretendida sino que se ha percibido como una obligación.

Esperamos que el excelente contenido de la última NCG dictada por la CMF, el que incluye una amplia variedad de buenas prácticas y que, además, le otorga un gran valor a la sostenibilidad, incluso equiparándose a la información financiera y no financiera o sobre sostenibilidad del ordenamiento español, incentive a los regulados a adoptar la mayor cantidad de prácticas y, de esta manera, los inversionistas y el mercado en general puedan acceder a la mejor y mayor cantidad de información, lo que contribuirá directamente al desarrollo del buen gobierno corporativo en Chile.

También creemos que el régimen de responsabilidad y la normativa sobre los deberes de los administradores de las sociedades anónimas en Chile necesitan de una revisión y reforma legal urgente. Por un lado, consideramos que la posición mayoritaria en favor de un régimen de responsabilidad civil extracontractual subjetivo no se ajusta al derecho societario moderno ni a los principios sobre buen gobierno corporativo, de acuerdo a lo explicado en este trabajo y, por ende, se torna en un sistema ineficaz. En este mismo sentido, el estándar de diligencia de los administradores ha quedado obsoleto y, además, se carece de una norma general que establezca el deber de lealtad.

En definitiva, podemos concluir que el ordenamiento jurídico español efectivamente cuenta con una vasta regulación, en sentido amplio, sobre buen gobierno corporativo, sin perjuicio de la necesidad impostergable de avanzar y alinearse con lo señalado sobre el interés social, los stakeholder y las políticas de diversidad. Asimismo y teniendo presente que los códigos de buen gobierno de España han operado como verdaderos anticipos de regulación y que los ordenamientos jurídicos más avanzados, como ya hemos señalado, han optado por la normativización con una mínima aplicación de la autorregulación, cabe preguntarnos entonces por la conveniencia de mantener el CBGSC como un instrumento de cumplimiento voluntario o si es momento de transitar al referido estadio. Creemos que a corto plazo el



statu quo se mantendrá, sin embargo y en un futuro no muy lejano, probablemente España avanzará en los términos indicados. Esperamos que Chile siga un camino similar.

## Bibliografía

### Libros, revistas, artículos y publicaciones

- Alonso-Olea García, Belén. 2022. «Gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa de las sociedades anónimas cotizadas.» *TEMAS LABORALES* (162): 19 - 54.
- Brenes Cortés, Josefa. 2021. «Principales reformas incorporadas por la ley 5/2021, para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.» *Revista Lex Mercatoria* 18: 45 - 78.
- Campillo Cortés, Luis, y Guadalupe Briano Turrent. 2022. «Criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) para empresas familiares latinoamericanas.» *PODIUM* (42): 73 - 92.
- De Carlos Bertrán, Luis. 2015. *La sociedad cotizada*. 30 de Enero.
- Embid Irujo, José Miguel, y Paula Del Val Talens. 2016. *La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law*. Madrid: Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado.
- Embid Irujo, José Miguel. 2022. «La vertiente no financiera (responsabilidad social corporativa y sostenibilidad) en la reciente evolución del Derecho español.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 33 - 60. Aranzadi.
- Esteban Velasco, Gaudencio. 2022. «Gobierno corporativo, interés social y deberes fiduciarios de los administradores: evolución y tendencias.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 61 - 95. Aranzadi.
- Fernández Torres, Isabel, y Ramón Hernández Peñasco. 2022. «Reputación y Buen Gobierno.» En *Gobierno Corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 99 - 155. Aranzadi.
- García de Enterría, Javier. 2015. *La reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de gobierno corporativo*. Pamplona: Aranzadi.
- García, Rodrigo. 2014. *Norma de Información sobre Prácticas de Gobierno Corporativo en Chile*. Santiago, Enero.

- Garzón Castrillon, Manuel. 2021. «EL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO.» *“Visión de Futuro” Año 18, Volumen N° 25 N° 2* 54 - 177.
- Godoy Uson, María Paz, Eduardo Walker Hitschfeld, y Matías Zegers Ruiz-Tagle. 2018. «Análisis del primer intento de imponer autorregulación sobre gobierno corporativo en Chile: Resultados de un oxímoron.» *Revista Chilena de Derecho*, vol. 45 N° 1 179 - 210.
- Marco Alcalá, Luis Alberto. 2021. «De nuevo: El fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.» *Ars Iuris Salmanticensis* (Ediciones Universidad de Salamanca) 9: 361 - 387.
- Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Alfonso. 2022. «La implicación de los accionistas a largo plazo para un gobierno corporativo sostenible.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 241 - 279. Aranzadi.
- Mas-Guindal García, Julia. 2022. «Sostenibilidad y Gobierno Corporativo. El contenido mínimo de las políticas de sostenibilidad y su supervisión interna en la compañía.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 385 - 398. Aranzadi.
- Palao-Uceda, Juan. 2022. «Gobernanza corporativa y sostenibilidad: una aproximación legal y humanística.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 123 - 155. Aranzadi.
- Prieto, Juan. 2022. «La implicación de los accionistas en el entorno de la nueva normativa.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 281 - 311. Aranzadi.
- Rodríguez Martínez, Isabel. 2022. «Nuevo régimen de transparencia y divulgación de la información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 315 - 360. Aranzadi.
- Serrano Sordo, Teresa. 2022. «ASGA la sostenibilidad y las líneas de actuación de la compañía. Impacto de los criterios ASG en la industria de gestión de activos.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 361 - 384. Aranzadi.
- Uría Fernández, Francisco. 2022. «La sostenibilidad como criterio orientador del gobierno corporativo.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 215 - 239. Aranzadi.

- Vásquez Palma, María Fernanda. 2012. «Gobiernos corporativos y deberes de los administradores de las sociedades anónimas: cuestiones actuales (desde la Ley N° 20.382) y reformas pendientes.» *Cuadernos de extensión jurídica, Universidad de Los Andes de Chile, N° 22* 173 - 205.
- Vásquez Palma, María Fernanda. 2022. «La autorregulación adoptada en Chile como instrumento de mejora del buen gobierno corporativo societario: Análisis crítico y desafíos pendientes.» *Revista Chilena de Derecho Privado, N° 39* 201 - 250.
- Vásquez Palma, María Fernanda. 2022. «Propuesta de reconstrucción dogmática del sistema de responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas en Chile a la luz del buen gobierno corporativo.» *Vniversitas* 71.
- Vásquez Palma, María Fernanda. 2023. «El interés social en las sociedades anónimas chilenas: una relectura a la luz del buen gobierno corporativo.» *Revista de derecho privado, N° 44* 215 - 245.
- Zabaleta Díaz, Marta. 2022. «La política de remuneraciones y su control.» En *Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación*, de Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas, 471 - 488. Aranzadi.
- Zegers, Matías, y Josefina Consiglio. 2013. «Gobierno Corporativo en Latinoamérica: Un Análisis Comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México.» *Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo* 5 - 50.

## **Normativa nacional e internacional**

España. Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio. Publicado en Gaceta de Madrid, núm. 289, de fecha 16 de octubre de 1885.

España. Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Publicado en BOE, núm. 281, de fecha 24 de noviembre de 1995.

España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Publicado en BOE, núm. 161, de fecha 3 de julio de 2010.

España. Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. Publicado en BOE, núm. 293, de fecha 4 de diciembre de 2014.

España. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Publicado en BOE, núm. 255, de fecha 24 de octubre de 2015.

España. Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad. Publicado en BOE, núm. 314, de fecha 29 de diciembre de 2018.

España. Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Publicado en BOE, núm. 88, de fecha 13 de abril de 2021.

Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE. Publicado en DOUE, núm. 176, de fecha 27 de junio de 2013.

Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. Publicado en DOUE, núm. 330, de fecha 15 de noviembre de 2014.

Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Publicado en DOUE, núm. 132, de fecha 20 de mayo de 2017.

Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas. Publicado en DOUE, núm. 322, de fecha 16 de diciembre de 2022.

Chile. Ley N° 18.045 de Mercado de Valores. Ministerio de Hacienda. Publicación en DO de fecha 22 de octubre de 1981.

Chile. Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas. Ministerio de Hacienda. Publicación en DO de fecha 22 de octubre de 1981.

Chile. Ley N° 19.705 que regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos. Ministerio de Hacienda. Publicación en DO de fecha 20 de diciembre de 2000.

Chile. Ley N° 20.382 que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los Gobiernos Corporativos de las Empresas. Ministerio de Hacienda y Subsecretaría de Hacienda. Publicación en DO de fecha 20 de octubre de 2009.

Chile. Ley N° 20.393 que establece la Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas en los delitos que indica. Ministerio de Hacienda y Subsecretaría de Hacienda. Publicación en DO de fecha 2 de diciembre de 2009.

Chile. Decreto N° 702 que aprueba Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas. Ministerio de Hacienda. Publicación en DO de fecha 6 de julio de 2012.

Chile. Norma de Carácter General N° 341 de la Superintendencia de Valores y Seguros, de fecha 29 de noviembre de 2012.

Chile. Norma de Carácter General N° 385 de la Superintendencia de Valores y Seguros, de fecha 8 de junio de 2015.

Chile. Norma de Carácter General N° 386 de la Superintendencia de Valores y Seguros, de fecha 8 de junio de 2015.

Chile. Norma de Carácter General N° 461 de la Comisión para el Mercado Financiero, de fecha 12 de noviembre de 2021.

## **Otros instrumentos**

CNMV. 2020. *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, Junio.

Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. 1998. «EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.» Madrid, 1 - 67.

Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas. 2003. «Informe Aldama.» Madrid.

Martínez Parera, Montserrat. 2023. *XX Aniversario del ICA, Conferencia Internacional sobre gobierno corporativo*. 13 de Noviembre.

OCDE. 2016. *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. Editado por Éditions OCDE. París.

OCDE. 2023. *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*.

PwC Chile. 2016. *Implementación de la Norma de Carácter General N° 385: Estatus de los directorios en Chile*. Santiago, Noviembre.

Universidad Adolfo Ibáñez. 2020. *Gobierno Corporativo. Estudio Anual 2020. Desempeño de Empresas Latinoamericanas*. Santiago.