



**Doble Grau en Dret i
Administració i Direcció d'Empreses**

**LA TRANSPARÈNCIA I LA DIVULGACIÓ
D'INFORMACIÓ A LES SOCIETATS ANÒNIMES COTITZADES
ESPANYOLES**

AINA FONT DÍEZ

NIUB: 20173263

Tutora: Noemí Jiménez Cardona

Departament: Dret Mercantil

Curs: 2023-2024

RESUM

Aquest treball se centra en l'estudi de la divulgació d'informació, tant financera com no financera, i la transparència empresarial de les societats anònimes cotitzades amb l'objectiu de protegir els interessos, els drets i les decisions preses dels inversors a Espanya. En els darrers anys i arran de les crisis financeres viscudes, aquesta matèria ha experimentat diversos canvis. Mitjançant la revisió de revistes científiques, articles doctrinals i legislació, s'ha analitzat la informació concreta que les empreses han de publicar seguit de la tendència de govern corporatiu i el paper i la influència dels consells d'administració com a òrgan de gestió de les societats cotitzades. El treball conclou amb l'impacte causat als mercats per demostrar i afirmar la correlació entre el grau de transparència i la voluntat dels inversors a l'hora d'invertir, a la vegada que es produeix un increment en el rendiment financer.

PARAULES CLAU: societats cotitzades, accionistes, presa de decisions, informació financera, informació no financera, transparència, govern corporatiu, consell d'administració, mercats financers.

TRANSPARENCY AND DISCLOSURE OF INFORMATION IN LISTED CORPORATIONS

This bachelor's degree final project focuses on the study of the disclosure of information, both financial and non-financial, and corporate transparency of publicly traded anonymous societies in Spain.

In response to the financial crises experienced, this field has undergone several transformations and advances to provide transparency to companies and guarantee the rights of shareholders, so the main objective of this project is to examine these changes in relation to safeguarding the interests of investors when making investment decisions, especially when they must decide to deposit resources in listed companies.

Through a thorough review of scientific journals, doctrinal articles, and specific legislation, a detailed analysis has been carried out on the specific information that companies are required to disclose. In this context, non-financial information emerges as a relevant aspect and a growing trend. Additionally, the paper addresses innovations in corporate governance, including the application of ESG criteria (environmental, social, and governance) and corporate social responsibility practices. It also focuses on exploring the role and influence of boards of directors as a key management body in these publicly traded societies.

Finally, this project concludes with a reflection on the impact of these transformations on financial markets, highlighting the possible correlation between the level of transparency and disclosure of companies and the willingness of investors to invest. In this sense, the results affirm that there is a relation between economic parameters such as solvency, economic profitability and indebtedness and the transparency of the financial and non-financial information of these companies. Furthermore, it explores the transition towards a more responsible and sustainable form of investment, analysing its effects and consequences on the current economic landscape.

KEYWORDS: listed companies, shareholders, decision-making, financial information, non-financial information, transparency, corporate governance, board of directors, financial markets.

ÍNDIX

I.	INTRODUCCIÓ.....	6
I.1.	Contextualització i motivació.....	6
I.2.	Hipòtesis i objectius.....	7
I.3.	Metodologia.....	8
I.4.	Agraïments.....	8
II.	QÜESTIONS PRÈVIES.....	9
II.1.	Marc Legal.....	9
II.2.	Societats Anònimes Cotitzades.....	11
II.3.	Mercats Financers.....	12
II.4.	La Comissió Nacional del Mercat de Valors.....	13
III.	INFORMACIÓ FINANCERA I NO FINANCERA.....	14
III.1.	Tipologia d'informació divulgada per les SAC.....	14
III.2.	La informació econòmica i financera.....	15
III.2.1.	Informe Financer Anual.....	16
III.2.2.	Informe Financer Semestral.....	18
III.2.3.	Altres obligacions d'informació.....	20
III.2.4.	Importància de la informació sobre l'avaluació dels riscos.....	20
III.3.	Tendències en la divulgació d'informació no financera.....	21
IV.	LA TRANSPARÈNCIA A LES SOCIETATS COTITZADES.....	25
IV.1.	El govern corporatiu.....	25
IV.2.	El Consell d'Administració i la seva influència en la transparència.....	29
IV.2.1.	La naturalesa del Consell d'Administració.....	29
IV.2.2.	Les Comissions del Consell d'Administració.....	31
IV.3.	Les pàgines web de les societats cotitzades i la informació a incloure.....	32
V.	IMPACTE ALS MERCATS FINANCERS I A LES SOCIETATS COTITZADES.....	34
V.1.	Efectes en l'eficiència dels mercats.....	34
V.2.	Inversió Sostenible i Responsable (ISR).....	38
VI.	CONCLUSIONS.....	41
	BIBLIOGRAFIA.....	43
	ANNEX A - LEGISLACIÓ.....	48

I. INTRODUCCIÓ

I.1. Contextualització i motivació

Arran de la globalització hem presenciada una transició d'una economia centrada en la manufactura cap a una economia financera. L'obertura dels mercats internacionals, la liberalització del comerç i la inversió estrangera directa han sigut elements claus per poder afirmar que actualment el sector financer és el que més capital mobilitza a escala mundial. Malgrat això, aquest sector es caracteritza per una notòria manca de transparència i d'informació, especialment pel que fa a les societats anònimes cotitzades (o SAC), una carència que planteja un desafiament considerable pels inversors.

Amb el pas del temps, aquesta temàtica ha adquirit una importància creixent, ja que, entre altres factors, la feblesa dels governs corporatius de grans empreses ha portat a l'exigència de més transparència, bones pràctiques i d'un comportament empresarial responsable.

La transcendència d'aquest tema s'ha manifestat en multitud d'ocasions. Des d'una perspectiva nacional, s'ha reflectit en la promulgació de lleis com la Llei 31/2014, del 3 de desembre, que modifica la Llei de societats de capital amb l'objectiu de millorar la governança corporativa, o la Llei 5/2021, de 12 d'abril, que modifica el text refós de la Llei de societats de capital pel que fa al foment de la implicació a llarg termini dels accionistes a les societats cotitzades. Addicionalment, les creacions del Codi Unificat de Bon Govern de les SAC del 2006, del Codi de Bon Govern del 2015 i la seva reforma parcial del 26 de juny del 2020 han marcat un abans i un després en aquest assumpte.

Aquesta transcendència no només es troba en el panorama nacional, sinó també des d'un enfocament comunitari amb la Directiva 2007/36/CE sobre els Drets dels Accionistes de societats cotitzades i la Directiva 2017/828/UE d'implicació dels accionistes, que dona peu a la Llei 5/2021.

Disposar de la informació i dels coneixements necessaris abans de prendre qualsevol decisió d'inversió resulta fonamental. És essencial garantir la protecció dels inversors, fomentar una bona governança i complir amb la legislació vigent.

En resum, l'elaboració d'aquest treball suposa una oportunitat per investigar i aprofundir en el coneixement de les inversions financeres, així com per comprendre els límits i les responsabilitats relacionades amb la transparència i la divulgació d'informació per part de les SAC en relació amb els seus potencials inversors.

El treball es compon de diverses parts, però concretament, es poden destacar cinc seccions principals. Primer, hi ha les qüestions prèvies que emmarquen el treball definint el marc legal i els conceptes més primaris. A continuació, i entrant al nus del treball, se situa l'estudi de la informació financera i no financera seguida per l'anàlisi de la transparència i el govern corporatiu. La quarta part contempla l'impacte que tenen els dos punts anteriors als mercats financers, i finalment, s'hi troben les conclusions.

I.2. Hipòtesis i objectius

Aquest projecte té com a objectiu abordar dues qüestions fonamentals. D'una banda, es proposa actualitzar la qüestió relativa als límits regulats, així com, a les responsabilitats associades a la transparència i la divulgació d'informació en el context de les societats anònimes cotitzades. D'altra banda, es pretén examinar l'impacte que aquestes responsabilitats tenen en el procés de la presa de decisions dels potencials inversors.

Arran dels interrogants que dirigeixen la investigació, ressalten les tres hipòtesis del treball, les quals seran confirmades o refutades a les conclusions finals.

- Hipòtesis 1: La confiança dels inversors i, conseqüentment, les SAC en les que més desitjaren invertir, seran aquelles on el nivell de transparència i de divulgació d'informació sigui alt.
- Hipòtesis 2: Les SAC que divulguen informació, tant financera com no financera, de manera més completa i oportuna, tendeixen a experimentar un rendiment borsari més estable i a patir menys volatilitat en els preus de les seves accions.
- Hipòtesis 3: A l'hora de valorar possibles inversions i prendre decisions, els inversors valoraran més la informació financera que la informació no financera.

Pel que fa als objectius que orienten el projecte, també se'n poden enumerar tres. Aquests són:

- Objectiu 1: Estudiar la regulació o normativa corresponent i identificar aquella informació que les SAC haurien de revelar als inversors, tant en l'àmbit financer com no financer.
- Objectiu 2: Determinar la possible correlació entre els nivells de transparència i divulgació d'informació i el rendiment financer de les SAC.
- Objectiu 3: Analitzar si les regulacions vigents relacionades amb la transparència i la divulgació d'informació són efectives en la promoció de pràctiques empresarials ètiques.

I.3. Metodologia

La metodologia juga un paper indispensable en l'execució d'una investigació rigorosa i coherent. En aquest context, el procés metodològic que cal seguir és senzill. En primer lloc, es durà a terme la recopilació d'informació i de dades pertinents i existents en relació amb la transparència i la divulgació d'informació a les societats anònimes cotitzades. Això inclou la revisió d'articles, la recerca de jurisprudència, l'anàlisi de fonts normatives i no normatives, juntament amb altres recursos rellevants. Un cop finalitzada la tasca de recerca, es procedirà a una anàlisi doctrinal que culminarà amb la redacció definitiva del treball.

I.4. Agraïments

Vull expressar el meu agraïment a la meva tutora, la Noemí Jiménez Cardona, qui amb la seva professionalitat, m'ha orientat i recolzat al llarg del Treball de Fi de Grau. També m'agradaria agrair als meus pares, que sempre que poden m'ajuden i em donen suport.

II. QÜESTIONS PRÈVIES

II.1. Marc Legal

Abans d'entrar en detall amb el treball d'investigació, és important començar amb el marc normatiu que envolta i fa referència a la transparència i la divulgació d'informació de les societats anònimes cotitzades.

En aquest context, és fonamental tenir en compte que la normativa aplicable és extensa i diversificada. La regulació no es troba continguda en una única llei ni es limita únicament a l'àmbit estatal, sinó que hi ha disposicions normatives a escala tant estatal com europea i internacional.

Pel que fa a la normativa estatal, s'hi troben diversos textos legals rellevants:

En primer lloc, cal destacar que la Constitució espanyola (CE) és la norma suprema de l'ordenament jurídic espanyol i, per consegüent, cap altra norma pot contradir-la. En aquest sentit, va ser la Constitució que per primer cop i amb la incorporació de l'article 51 CE, es va dotar de protecció els interessos econòmics i legítims dels consumidors i usuaris.

Seguidament, cal fer referència al Reial decret legislatiu 1/2010, del 2 de juliol, pel qual s'aprova el text refós de la Llei de Societats de Capital (LSC). A la LSC s'hi han incorporat dues modificacions significatives sobre la transparència de les SAC i la protecció als inversors que són:

- La Llei 31/2014, del 3 de desembre, per la qual es modifica la Llei de Societats de Capital per a la millora del govern corporatiu.
- La Llei 5/2021, de 12 d'abril, per la que es modifica el text refós de la Llei de Societats de Capital, pel que fa al foment de la implicació a llarg termini dels accionistes a les societats cotitzades. Aquesta llei transposa a l'ordenament jurídic espanyol la Directiva (UE) 2017/828 del Parlament Europeu i del Consell de 17 de maig de 2017, la qual, modifica la Directiva 2007/36/CE sobre els Drets dels Accionistes.

També és d'interès la Llei 6/2023, de 17 de març, dels Mercats de Valors i dels Serveis d'Inversió (LMVSI). Aquesta llei tan recent constitueix el nou marc dels mercats de valors, substituint així, el Reial decret legislatiu 4/2015, del 23 d'octubre, pel qual es va aprovar el text refós de la Llei del Mercat de Valors.

D'entre els principals motius pels quals s'ha dut a terme l'elaboració d'una nova llei hi ha: la transposició de diverses directives de la UE i l'adaptació d'altres normatives vigents; la introducció de la regulació i el control de mercats de cryptoactius; i la modernització d'algunes matèries per tal de millorar l'eficiència, el desenvolupament i la competitivitat dels mercats de valors espanyols.

D'altra banda, encara que el Reial decret de 22 d'agost de 1885, pel qual es publica el Codi de Comerç no estigui enfocat directament a la transparència i a la informació de les SAC, genera impacte en aquests aspectes, com per exemple, a través de la regularització de la presentació de comptes anuals prevista als articles contemplats en el títol tercer del llibre primer del Codi.

Per concloure amb la normativa estatal, s'ha de fer esment de la Llei 11/2018, de 28 de desembre, per la qual es modifica el Codi de comerç, el text refós de la Llei de societats de capital aprovat pel Reial decret legislatiu 1/2010, de 2 de juliol, i la Llei 22/ 2015, del 20 de juliol, d'Auditoria de Comptes, en matèria d'informació no financera i diversitat.

A escala europea existeixen moltes directives i reglaments que al·ludeixen al tema objecte d'investigació. Primerament, el Reglament (UE) 2017/1129 del Parlament Europeu i del Consell de 14 de juny de 2017 sobre el fulletó que s'ha de publicar en cas d'oferta pública o admissió a cotització de valors en un mercat regulat. Aquest reglament regula la informació, financera i no financera, que les SAC han de proporcionar als inversors a l'hora d'emetre valors negociables.

Per l'exercici transfronterer dels drets dels accionistes es troba la Directiva 2007/36/CE sobre els Drets dels Accionistes de societats cotitzades, anteriorment citada, i modificada per la Directiva (UE) 2017/828. Altrament, per a la integritat de la informació trobem la Directiva 2013/34/UE (sobre informació financera) i les Directives 2014/95/UE i (UE) 2022/2464 (sobre informació no financera).

La normativa internacional no té un paper tan fonamental degut a que no hi ha tractats ni convenis específics que estableixin regulacions directes per a la transparència i la divulgació d'informació a les SAC. Per aquest motiu, i tenint en compte les limitacions d'extensió del treball de final de grau establertes, no es profunditzarà en l'àmbit internacional. Tanmateix, això no treu de l'existència d'acords i convencions internacionals que exerceixen indirectament influència a les pràctiques de les empreses cotitzades, com per exemple, el document relatiu als Principis de govern corporatiu del G20 i de l'OCDE.

Finalment, però no menys important, trobem nombrosos codis i informes que, encara que no són de compliment obligatori, estableixen recomanacions que han acabat sent molt rellevants pel sector, i que per tant, la seva adopció és altament recomanable. Alguns d'aquests codis o informes a remarcar són:

- Codi unificat de bon govern de les societats cotitzades de la Comissió Nacional del Mercat de Valors.
- Informe de la Comissió Especial per al Foment de la Transparència i Seguretat als Mercats i a les Societats Cotitzades (Informe Aldama).
- Codi per al Bon Govern de les Societats (Informe Olivencia).

II.2. Societats Anònimes Cotitzades

Les Societats Anònimes Cotitzades (en endavant, SAC) són societats de capital amb plena personalitat jurídica que es troben regulades al Títol XIV de la Llei de Societats de Capital. Aquesta tipologia d'empreses, són fonamentalment societats anònimes que presenten diverses especialitats pel que fa a les seves accions, les quals, són les úniques que poden cotitzar i ser negociades en un mercat financer regulat, tal com estipula l'article 495 de la LSC.

Les accions cotitzades representen una manifestació del capital social de la societat, constituint les aportacions dels socis i esdevenint una de les fonts de finançament més rellevants per a la companyia. Aquestes accions poden ser adquirides i venudes lliurement en els mercats secundaris i, en relació amb el preu, experimenten fluctuacions constants en funció de l'oferta i la demanda. A més, els socis amb possessió d'accions no responen personalment dels deutes de l'empresa sinó que, la responsabilitat de les SAC és limitada.

És necessari tenir en consideració els òrgans que formen la societat per entendre el seu funcionament i el seu procés per gestionar-se i prendre decisions. Les SAC es componen principalment per dos òrgans. Aquests són el Consell d'Administració i la Junta General d'Accionistes:

- El Consell d'Administració (art. 528 i ss. LSC) és l'òrgan pluripersonal encarregat de la gestió i administració diària de la societat que, supervisa, controla i pren decisions operatives quotidianes. El Consell està format per consellers escollits per la Junta General i la duració del càrrec serà l'establerta en els estatuts socials sense poder superar els quatre anys (encara que poden tornar a ser escollits pel càrrec)¹.

¹ Art. 529 decies i undecies LSC.

- En contrast, la Junta General d'Accionistes (art. 511 bis i ss. LSC) es compon, d'acord amb l'art. 193 LSC, pels accionistes de la companyia, presents o representats, que siguin almenys el 25% del capital subscrit amb dret a vot. Tanmateix, els estatuts poden fixar un quòrum superior. És la instància encarregada de deliberar i acordar les decisions més transcendents relacionades amb la direcció de l'empresa.

A diferència de les societats anònimes no cotitzades, les societats cotitzades han de complir amb certs requisits i formalismes extres per poder cotitzar a la borsa i a altres mercats regulats. Entre d'altres, se'ls hi exigeix un nivell més alt de transparència i informació. Aquest requisit el podem identificar com un inconvenient, ja que, la competència té accés a aquesta informació pública i la pot utilitzar en contra per aconseguir avantatges competitius. Si bé és cert, poder cotitzar permet un creixement més ràpid per l'empresa degut a l'entrada constant de nous accionistes i al fàcil accés al finançament (Soengas, 2020, par.1).

II.3. Mercats Financers

En aquesta secció, es pretén establir una breu distinció entre els mercats primaris i els mercats secundaris, atès que una comprensió precisa de les diferències entre aquests dos conceptes facilitarà la diferenciació entre les societats no cotitzades i les cotitzades.

El mercat primari de valors negociables fa referència a aquells mercats on les societats emeten per primera vegada i ofereixen al públic nous instruments financers, com accions o participacions. En aquest context, els inversors adquireixen aquests instruments directament de l'entitat emissora.

El mercat secundari, o mercat regulat, està sotmès a una regulació molt més estricta en comparació amb el mercat primari. A l'article 42.2.a) de la LMVSI s'hi troba la definició precisa del que s'ha d'entendre per un mercat regulat. En general, es tracta d'un centre de negociació que involucra la compra i la venda de valors financers que ja han estat emesos en el mercat primari. Les accions en qüestió ja no són noves; en aquesta transacció, els mateixos inversors les adquireixen i les transfereixen entre ells, i per tant l'empresa ja no hi participa directament.

A Espanya es defineixen com a mercats regulats tant la borsa de valors com el Mercat de Renda Fixa pública i privada (AIAF) i el Mercat de Futurs i Operacions (MEFF). Només les SAC tenen la possibilitat de participar en aquests mercats, marcant així la diferència amb les empreses anònimes no cotitzades.

II.4. La Comissió Nacional del Mercat de Valors

La Comissió Nacional del Mercat de Valors (d'ara endavant, CNMV), segons el que estableix el Títol II de la Llei dels Mercats de Valors i dels Serveis d'Inversió, és una entitat de dret públic amb personalitat jurídica independent i plena capacitat, tant pública com privada. Així mateix, gaudeix d'autonomia tant en la seva estructura com en el seu funcionament i, per aquesta raó, està obligada a actuar amb independència completa respecte a les institucions estatals.

Les funcions d'aquest organisme es troben definides a l'art. 18 de la LMVSI. En línies generals, s'encarrega de supervisar i inspeccionar els mercats de valors del territori nacional, exercir l'autoritat sancionadora corresponent en aquest àmbit i oferir assessorament al Govern i al Ministeri d'Afers Econòmics i Transformació Digital.

Simultàniament, a les seves funcions, la LMVSI li confereix competències normatives². D'aquesta manera, la CNMV pot dictar disposicions que reben el nom de circulars (Vicent, 2012, pp.106 i 1729). Les circulars requereixen l'aprovació del Consell de la comissió de l'entitat i no produiran efectes fins a la seva publicació al Butlletí Oficial de l'Estat. A més, la comissió té la facultat de desenvolupar guies i recomanacions que consideri apropiades per a la regulació i supervisió dels mercats de valors.

Tant el rol d'aquesta autoritat com el de les seves circulars, guies i codis, exerceixen un paper fonamental en la transparència i divulgació d'informació de les SAC pel fet que també assumeix diverses responsabilitats, incloent-hi la garantia de transparència als mercats i la protecció dels inversors i consumidors.

² Art. 22 de la Llei dels Mercats de Valors i dels Serveis d'Inversió

III. INFORMACIÓ FINANCERA I NO FINANCERA

III.1. Tipologia d'informació divulgada per les SAC

La divulgació d'informació empresarial és un procés vital per a les empreses, i no només és fonamental per complir amb les obligacions i els requisits legals, sinó també per establir una comunicació eficient amb les diverses parts interessades, siguin accionistes, clients, empleats o directius, i poder preservar la seva confiança (Rivero, 2005, p.9). En altres paraules, la divulgació d'informació és un procés imprescindible per assegurar la defensa dels inversors i la presa de decisions conscienciada i informada en els mercats de valor.

La quantitat d'informació que una empresa cotitzada ha de proporcionar és molt extensa. En cadascuna de les fases del procés de cotització en mercats regulats hi ha normatives que determinen la informació a divulgar. A més, no tota la informació va dirigida sempre als mateixos destinataris, sinó que el públic a qui es dirigeix també és molt ampli i, per tant, la informació a facilitar serà una o una altra depenen del receptor en qüestió.

D'acord amb aquesta premissa, i posant la mirada a l'inici del procés de cotització, ja en el moment en què es volen emetre valors negociables de la companyia al mercat primari neixen deures d'informació previstos a la llei, com els requisits fixats a l'article 37 de la LMVSI i com l'obligació de publicar un fulletó informatiu seguint les indicacions del Reglament (UE) núm. 207/1129 del Parlament Europeu i del Consell³. La informació requerida en aquesta primera fase del procés està orientada a la CNMV, que serà l'entitat responsable de l'aprovació del fulletó informatiu i de l'admissió dels valors (art. 39 LMVSI).

Dit això, i si bé és cert que la possible informació a proporcionar per part de les SAC és incomptable, la informació dirigida a les parts interessades i, més concretament, als inversors es pot classificar en tres grans grups: la informació general, la informació d'índole financera i la informació d'índole no financera (Comissió Nacional del Mercat de Valors [CNMV], s.d., p.27).

Pel que fa a la informació general, és aquella informació bàsica que encara que té certes especialitats en les SAC, és generalment igual per a totes les societats anònimes. De forma resumida, la informació general és la següent:

- Els estatuts de la societat.

³ Art. 35 LMVSI.

- Canals de comunicació i informació entre l'empresa i els seus accionistes.
- Mercats financers on cotitza.
- Nombre d'accions.
- Agenda de l'inversor.

La informació financera i la informació no financera es veuran detalladament en els pròxims apartats.

III.2. La informació econòmica i financera

Quan ens referim a la informació econòmica i financera d'una empresa, ens centrem principalment en la informació quantitativa. La manera més comuna de presentar aquesta informació és mitjançant els comptes anuals (o estats financers).

Aquest conjunt d'informació proporciona una comprensió de la situació financera actual i futura de l'empresa, i resulta fonamental tant per als empresaris en la presa de decisions internes estratègiques com per als inversors, que desitgen avaluar els riscos i les oportunitats associades, el rendiment de la companyia i la perspectiva de maximització de beneficis futurs.

Les obligacions d'informació periòdica per als emissors de valors financers admesos a negociació als mercats regulats es troben detallades al Capítol III del Títol IV de la LMVSI. Tot i això, reglamentàriament s'estableixen alguns aspectes que complementen les obligacions informatives i el seu contingut⁴.

En aquest marc normatiu, les societats cotitzades amb valors admesos en un mercat regulat domiciliat a l'Estat espanyol o en qualsevol altre estat membre de la Unió Europea quan Espanya sigui el país d'origen, estan obligades a presentar informes financers anuals i trimestrals.

Abans de la reforma de la Llei de Societats de Capital amb la Llei 5/2021, del 12 d'abril⁵, les SAC també estaven obligades a presentar un informe financer trimestral. Actualment, l'informe trimestral és només voluntari, igual que la publicació de les declaracions intermèdies de gestió.

⁴ Reial Decret 1362/2007, de 19 d'octubre, pel qual es desenvolupa la Llei 24/1988, de 28 de juliol, del Mercat de Valors, en relació amb els requisits de transparència relatius a la informació sobre els emissors dels valors dels quals estiguin admesos a negociació en un mercat secundari oficial o en un altre mercat regulat de la Unió Europea. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 252, de 20 d'octubre de 2007. <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/10/19/1362>

⁵ Amb la introducció d'aquesta llei, s'elimina l'article 120 de la LMV relatiu als informes financers trimestrals.

Els responsables de l'execució d'aquests dos informes són els administradors de la societat, de manera que, en cas de generar algun dany o perjudici a qualsevol dels titulars dels valors financers a causa del no compliment dels deures d'informació, hauran de respondre (tenint en compte que l'acció per exigir la responsabilitat prescriu al cap de tres anys des del coneixement de la falta d'informació verídica)⁶.

III.2.1. Informe Financer Anual

A l'informe financer anual (art. 99 LMVSI), s'ha de fer constar tant els comptes anuals com l'informe de gestió un cop han sigut revisats per l'auditor, així com les declaracions responsables sobre el seu contingut. Per altra banda, l'informe s'ha de publicar com a màxim, quatre mesos després de la finalització de l'exercici econòmic, però han d'estar disponibles de cara al públic deu anys més, com a mínim.

Els comptes anuals són, probablement, l'element més crític de l'informe i representen la principal obligació comptable per a l'empresa. Està compost per cinc documents que reflecteixen la imatge financera-econòmica:

- **Balanç de situació:** aquest informe recull tant la situació econòmica com la situació financera de l'empresa al llarg del temps. El document se segmenta en tres grans grups: els actius (constituïts pels béns i drets dels quals s'espera obtenir un rendiment econòmic en un futur), els passius (obligacions i deures adquirits per poder generar amb ells un benefici en complir-los) i el patrimoni net (és la part residual que incorpora les aportacions dels socis, els resultats de l'exercici, reserves...).
- **Compte de pèrdues i guanys:** mostra el resultat final assolit mitjançant el recull de tots els ingressos i les despeses que s'han produït durant l'exercici. Amb aquest document, es pot determinar fàcilment si l'empresa ha acabat l'any amb beneficis o pèrdues.
- **Estat de canvi en el patrimoni net:** aquest document il·lustra qualsevol canvi que s'hagi produït en el patrimoni net, com poden ser les ampliacions de capital o la distribució

⁶ Algunes obres doctrinals relatives als supòsits de responsabilitat dels administradors de societats de capital són: De las Heras López, R. (2020, 22 juliol). *Responsabilidad por daños de los administradores de sociedades de capital* [Treball de final de grau, Universitat de Valladolid]. UVaDOC. https://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/46657/TFG-D_00975.pdf?sequence=1&isAllowed=y; Zurita Vicioso, J. M. (2015, 10 setembre). La Responsabilidad de los Administradores. *Revista Internacional de Doctrina y Jurisprudencia*. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5603773.pdf>

de dividends als socis. Es divideix en dues seccions: l'estat d'ingressos i despeses reconeguts i l'estat total de canvis en el patrimoni net.

- Estat de fluxos d'efectiu: té com a finalitat registrar tots els moviments d'efectiu durant l'exercici pertinent i proporcionar informació detallada sobre l'origen i l'ús dels actius monetaris en efectiu o altres actius líquids.
- Memòria: la memòria és una peça fonamental dels estats comptables (Vicent, 2012, p. 259) i un informe molt útil per donar context als comptes previs i per presentar qualsevol comentari o dada complementaria significativa en l'exercici, així com l'impacte que hagi causat.

La preparació dels estats financers s'ha de dur a terme de conformitat amb la legislació corresponent i el Pla General Comptable del 2007 (PGC)⁷ i, un cop ha finalitzat l'exercici, s'han de presentar al Registre Mercantil per assegurar que estiguin a l'abast de tothom per a la seva consulta (art. 365 del Reglament del Registre Mercantil).

Els principis comptables aplicables a la preparació dels documents es regiran per les normes internacionals adoptades als reglaments de la Comissió Europea. Tanmateix, d'acord amb el Pla General de Comptabilitat (PGC), per garantir una base sòlida als informes, és essencial tenir en compte els següents aspectes:

- L'empresa ha d'estar en funcionament i tenir previsió de continuïtat en un futur.
- Les transaccions s'han de registrar en el moment de l'ingrés o la despesa, seguint el criteri de meritació. No en el moment del pagament o del cobrament.
- Els criteris adoptats per a l'elaboració dels estats financers s'han d'aplicar de manera uniforme al llarg del temps.
- En situacions d'incertesa, cal atendre el principi de prudència per prevenir la sobreestimació d'ingressos i la subestimació de despeses.
- Les partides de l'actiu i del passiu, així com, les d'ingressos i despeses, no es poden compensar les unes amb les altres; han de ser valorades de manera separada.
- I en el cas que alguna partida tingui una quantitat poc significativa, s'admet la importància relativa i es permet no aplicar estrictament algun dels criteris comptables.

⁷ Reial decret 1514/2007, de 16 de novembre, pel qual s'aprova el Pla general de Comptabilitat. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 278, de 20 de novembre de 2007. <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/11/16/1514/con>

A diferència d'altres tipus o modalitats de companyies que poden presentar els comptes anuals simplificats, i tal com preveu l'art 536 LSC, les societats cotitzades no tenen la possibilitat de poder-los fer abreviadament per tal de satisfer la necessitat de veure tota la informació de forma detallada (Vicent, 2012, p.1129).

Als estats financers aniran seguits de l'informe de gestió (art. 262 LSC), on es detalla l'evolució de les operacions, negocis i transaccions, així com una explicació dels riscos i incerteses a les quals s'enfronta l'empresa. Paral·lelament, d'acord amb l'art. 49.4 del Codi de Comerç i respectivament, amb l'article 538 LSC, l'informe de gestió de les societats cotitzades, també haurà d'incloure, de forma separada, l'informe de govern corporatiu⁸ i l'informe anual sobre remuneracions dels consellers.

Tant els comptes anuals com l'informe de gestió seran objecte d'auditoria per assegurar la concordança dels documents i la veracitat o la bona execució d'aquests.

Per concloure, la declaració responsable sobre el contingut de l'informe ha d'estar signada pels administradors, al ser els responsables de la seva elaboració i contingut. Aquest document certifica que l'informe s'ha preparat seguint els principis comptables i que ofereix una imatge fidel del patrimoni empresarial (Vicent, 2012, p. 823).

III.2.2. Informe Financer Semestral

Les societats cotitzades també tenen el deure de publicar un informe financer semestral (art. 100 LMVSI) relatiu als sis primers mesos de cada exercici.

En el cas que l'empresa no hagi publicat l'informe financer anual en els dos mesos posteriors a la finalització de l'exercici, caldrà que també elaborin un segon informe financer semestral que faci referència als dotze mesos de l'exercici, en un termini màxim de tres mesos.

Aquests informes semestrals, i de la mateixa manera que en l'anual, comprendran: els estats financers semestrals (o resumits), un informe de gestió intermedi i les declaracions de responsabilitat del contingut.

Si l'informe semestral ha sigut auditat de forma voluntària, s'afegirà l'informe d'auditoria íntegra. En cas contrari, s'haurà d'adjuntar una declaració que indiqui que aquest no ha estat auditat.

⁸ Informe explicat a l'apartat IV del treball relatiu a la transparència de les SAC.

Els comptes anuals es publicaran de forma resumida i aniran acompanyats del balanç, el compte de pèrdues i guanys, i altres estats financers respectius als sis mesos anteriors per poder comparar els períodes actuals i passats.

Les declaracions de responsabilitat tenen la mateixa finalitat que en els informes anuals i es presenten per garantir la veracitat dels documents, acompanyat de les firmes dels administradors.

Cal remarcar que qualsevol canvi en els criteris comptables o qualsevol error que requereixi una correcció dels estats financers publicats a l'informe o de la declaració intermèdia, haurà de ser comunicat a la CNMV per tal de subministrar i presentar de manera fiable i correcta la informació.

Pel que fa al contingut de l'informe de gestió intermedi, ha d'incloure una descripció dels fets o de les operacions més significatives, les quals, hagin tingut lloc durant un període concret, l'impacte que hagin causat en els estats financers semestrals i una explicació dels principals riscos o incerteses associades al semestre restant (si es tracta de l'informe financer semestral dels primers sis mesos de l'exercici).

En últim lloc, en aquest informe també s'han d'incloure les operacions amb parts vinculades⁹. Les operacions vinculades de les SAC es regulen a l'article 529 vicies i següents de la LSC. Així doncs, en el context de les societats cotitzades, les operacions vinculades fan referència principalment a aquelles operacions realitzades entre la societat i els accionistes significatius que tenen el poder d'influir en el procés de presa de decisions empresarial perquè gaudeixen del 10% o més dels drets a vots o perquè estan representats en el consell d'administració.

Aquesta pràctica perjudica clarament l'accionista minoritari, el qual, pot estar en una situació de risc o d'inferioritat respecte a l'accionista significatiu (Sevillano, 2022, p.8). Per aquest motiu, i en concordança amb el principi de transparència, com la relació existent entre les parts pot comprometre el correcte funcionament del mercat, les operacions s'han de registrar, documentar i publicar (art. 529 unvicies LSC).

⁹ Per més informació veure: Ordre EHA/3050/2004, de 15 de setembre, sobre la informació de les operacions vinculades que han de subministrar les societats emissores de valors admesos a negociació en mercats secundaris oficials. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 233, de 27 de setembre de 2004. <https://www.boe.es/eli/es/o/2004/09/15/eha3050/con>;
Sevillano Durán, L. (2022, abril). *Operaciones entre partes vinculadas en la sociedad cotizada*. [Treball de final de grau, Universitat Pontificia Comillas]. Repositori Comillas. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/58171/TFG%20Sevillano%20Duran%2c%20Laura.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

III.2.3. Altres obligacions d'informació

Addicionalment a les publicacions i a la difusió dels informes financers, hi ha altres obligacions informatives¹⁰.

- Qualsevol modificació dels drets adherits als valors financers s'hauran de comunicar adequadament a la CNMV per a la seva incorporació en el registre oficial.
- L'autocartera, és a dir, aquells valors financers que la mateixa companyia torna a comprar per reduir la quantitat d'accions al mercat, també és un altre aspecte objecte de divulgació. Qualsevol de les operacions sobre les accions que l'empresa emissora sigui propietària, haurà de ser remesa a la CNMV perquè es registri oficialment.

Assegurar que tota la informació citada estigui a l'abast dels accionistes i que aquests puguin exercir els seus drets amb plenes garanties és un altre deure contemplat per llei. En aquest punt, és pertinent mencionar l'article 539 LSC relatiu als instruments especials d'informació¹¹. L'acompliment d'aquesta disposició constitueix el compliment satisfactori de l'obligació en qüestió.

III.2.4. Importància de la informació sobre l'avaluació dels riscos

Com és sabut, totes les inversions estan associades a un risc o un cert grau d'incertesa del possible rendiment previst, és a dir, per risc d'inversió entenem la variabilitat del futur rendiment (CNMV, s.d., p.8).

Aquest rendiment ve determinat per múltiples factors o riscos que el condicionen i que poden ser tant interns (relacionats amb l'exercici de la pròpia empresa) com externs. De totes maneres, generalment els riscos es distingeixen en tres categories: riscos empresarials, riscos financers i riscos no financers (Conferència de les Nacions Unides sobre el Comerç i el Desenvolupament [UNCTAD], 2017, pp. 5-6).

- 1) Els riscos empresarials són desviacions que afecten els guanys de la societat per causes de competència, avenços tecnològics, canvi en la demanda...
- 2) Els riscos financers són tots aquells relacionats amb el risc de solvència, el risc de liquiditat, el risc de crèdit i altres riscos macroeconòmics com la inflació i la deflació.

¹⁰ Art. 103 i 106 LMVSI.

¹¹ Article comentat a l'apartat IV.3 relatiu a les pàgines web a les societats cotitzades i la informació a incloure.

- 3) I els riscos no financers inclouen els riscos polítics, ambientals socials, de governança, etc.

L'avaluació o estimació dels riscos, tindrà un impacte directe a la presa de decisions sobre assignacions de capital en valors financers, ja que, com més coneixement sobre el tema es tingui, la decisió final serà menys incerta i més eficient (UNCTAD, 2017, p.15).

En resum, hi ha nombrosos riscos que poden afectar el rendiment de la inversió i és per això que, la divulgació d'informació sobre aquesta qüestió és transcendental pels inversors i cal que les societats ho incloguin en els informes proporcionats periòdicament.

III.3. Tendències en la divulgació d'informació no financera

La informació en matèria no financera està agafant cada cop més terreny i més importància dins de la divulgació d'informació empresarial (Rodríguez et al., 2022, p.4). El desenvolupament sostenible, l'estabilitat a llarg termini, la diversitat i la igualtat en els llocs de treball, així com la lluita contra la corrupció i la protecció als drets humans i al medi ambient són un recull de qüestions que estan a l'ordre del dia.

Tant els inversors, com la societat en general, busquen una satisfacció cada cop més allunyada (o com a mínim, alineada) de la satisfacció financera (Haro et al., 2012, p.203).

En aquest context, i amb l'entrada en vigor del Reial decret Llei 18/2017 en matèria d'informació no financera i diversitat, que transposa a l'ordenament jurídic espanyol diverses Directives de la Unió Europea, neix l'obligació per a les societats amb valors cotitzats en mercats regulats de divulgar informació de caràcter no financer per a la millora de la transparència, el foment per a l'adopció de pràctiques sostenibles en la seva activitat i el progrés en la consecució dels Objectius de Desenvolupament Sostenible (ODS) de les Nacions Unides.

Amb posterioritat al Reial decret Llei 18/2017, s'aprova la Llei 11/2018 d'informació no financera i diversitat. Cal fer esment del fet que s'introdueixin aquestes mesures amb aquest tipus de norma perquè és un dels múltiples indicadors de què les circumstàncies són categoritzades com a extraordinàries i la necessitat de la seva implementació és urgent.

Així doncs, sorgeix l'Estat d'Informació No Financera (EINF), el qual, s'haurà d'afegir conjuntament amb els comptes anuals i l'informe de gestió consolidats.

L'elaboració de l'EINF és obligatori per a les empreses que compleixin amb els requisits de l'article 49, apartats 5,6 i 7, del Codi de Comerç. En aquest sentit, s'entén que totes les grans empreses i societats cotitzades tindran el deure d'elaborar-lo.

Principalment, els temes a tractar en l'informe són:

- 1) Qüestions socials, de personal i ocupació: en aquesta categoria es tenen en compte dades d'ocupació i personal de l'empresa categoritzades per edat, sexe, tipologia de contracte, salari... en definitiva, tot el que tingui a veure amb l'organització del treball, les mesures per fomentar la igualtat efectiva de gènere, la incorporació de persones amb discapacitat, les condicions que ofereix el treball en salut i la seguretat...
- 2) Qüestions mediambientals: aquest aspecte es refereix a la contaminació i l'impacte que genera la societat en el planeta, l'ús de recursos sostenibles en la seva activitat, la protecció i la cuida de la biodiversitat, la generació de residus, etc.
- 3) Drets Humans: la informació sobre els processos que segueix l'empresa per garantir i respectar els drets humans dels treballadors, l'eliminació del treball forçós i de la discriminació a la feina o el dret a associar-se i a negociar col·lectivament, entre altres.
- 4) Informació referent a la societat: l'impacte de l'exercici i l'activitat de l'empresa a la societat, els seus compromisos de desenvolupament sostenible, la informació fiscal, la responsabilitat social...
- 5) Lluita anticorrupció i suborn: evitar la corrupció i el suborn amb mesures pertinents.

I a grans trets, l'informe ha d'incloure la següent informació:

- El model de negoci que segueix l'empresa (i les corresponents estratègies, objectius, entorn empresarial...).
- Les polítiques, mesures i procediments establerts per controlar, prevenir i avaluar els riscos als quals, l'empresa pugui enfrontar-se respecte matèries no financeres. En aquest sentit, també caldrà afegir els resultats de les polítiques en qüestió.
- Els riscos han d'estar detallats i relacionats segons l'activitat empresarial que impactin.
- Indicadors de resultats no financers útils i eficaços per poder comparar informació entre períodes de temps i entre societats. Un exemple destacat d'aquests indicadors és el *Global Reporting Initiative* (GRI), una entitat independent i internacional que ha

desenvolupat una sèrie d'estàndards per abordar i comprendre els impactes en els àmbits no financers.

De la mateixa manera que els estats i els informes financers, la responsabilitat per a l'elaboració de l'EINF serà dels administradors de la societat que també firmaran els documents. L'informe haurà d'estar penjat a la pàgina web perquè sigui accessible de cara al públic durant un temps de cinc anys.

En relació amb el canvi climàtic i les qüestions mediambientals, i per complementar l'EINF, caldrà que les SAC incloguin un altre document anual sobre l'avaluació i l'impacte financer dels riscos de la societat relatius al canvi climàtic i derivats de la seva activitat. Aquest informe específic es troba previst a l'art. 32 de la Llei 7/2021 del canvi climàtic i la transició energètica.

En resum, l'estat d'informació no financer obliga a proporcionar una comprensió del desenvolupament, dels resultats i de la situació de la companyia en certs àmbits d'interès social de caràcter no financer. Tot aquest conjunt d'informes, van units a l'informe de gestió d'informació financera per oferir una visió global, transparent i total.

La informació no financera va lligada tant als criteris ESG (*Environmental, Social and Corporate Governance*) com a la responsabilitat social corporativa (RSC).

Els criteris ESG, són estàndards enfocats a les preocupacions ambientals, socials i de govern corporatiu. Són d'utilitat per avaluar la implicació de la societat cotitzada a l'hora d'assolir objectius socials, o en altres paraules, el seu compromís en la responsabilitat social corporativa (Rodríguez Garzón, 2022, pp.8-14).

La responsabilitat social corporativa (RSC) és el compromís voluntari que va més enllà del compliment normatiu, i que assumeix una empresa a l'hora de dirigir i gestionar la seva activitat, basant-se en l'ètica empresarial i en la implicació social, mediambiental i econòmica (Haro et al., 2012, p.190).

La principal diferència entre aquests dos conceptes és que, la RSC se centra a adoptar una forma de gestionar la societat tenint en compte el benestar social i ètic i, d'altra banda, els criteris ESG van una mica més enllà en considerar noves variables com el risc, les oportunitats i la mesura o l'estudi del progrés i/o rendibilitat de les variables relatives al medi ambient, a la societat i a la governança corporativa (Gil, s.d., par.20).

Adoptar els criteris ESG i el compromís amb la RSC són accions molt beneficioses per la companyia (Haro et al., 2012, p.193). Per això, actualment totes les grans empreses estan incorporant programes de RSC i dissenyant criteris ESG avançats. Alguns dels avantatges associats són: l'atracció de nous inversors i la fidelització de clients, la desgravació o deducció d'impostos per haver contribuït en àmbits d'interès social, la millora de les condicions pels treballadors i un avenç notable en la reputació de la marca, que fa distingir l'empresa de la seva competència.

A més a més, l'adopció d'un comportament responsable comporta també una millora constant del sistema de gestió de la societat, que es pot traduir en una disminució de les despeses o en un augment dels ingressos (Gil, s.d., par. 19).

IV. LA TRANSPARÈNCIA A LES SOCIETATS COTITZADES

IV.1. El govern corporatiu

El concepte de govern corporatiu, es refereix al funcionament intern d'una entitat empresarial, és a dir, el conjunt de normes, principis i procediments que supervisen l'estructura i el funcionament dels òrgans de govern d'una societat amb l'objectiu de generar valor (Rivero, 2005, p.11).

Aquest conjunt de regles aborda diverses matèries, les quals, han anat ampliant-se progressivament amb el pas del temps. Entre d'altres, s'inclouen: les directrius per al procés de presa de decisions en la direcció estratègica general i per les polítiques corporatives; la interacció entre la junta directiva, el consell d'administració, els accionistes i altres parts interessades; el compliment normatiu (o *compliance*); i els mecanismes de control sobre la direcció executiva i la correcta implementació del pla estratègic acordat.

En els darrers anys, el concepte de "govern corporatiu" ha anat guanyant importància a causa d'un necessitat creixent perquè les societats siguin administrades i gestionades amb prudència i transparència (Rivero, 2005, p.10). Aquest interès té com a fonaments principals dues qüestions rellevants contemplades al primer punt del preàmbul de la Llei 31/2014. D'una banda, es deriva de la presa de consciència per part de la societat i els agents econòmics arran de la crisi financera, juntament amb la voluntat d'assegurar el correcte desenvolupament dels mercats, la seva estabilitat, i de restaurar i reforçar la confiança dels inversors que s'havia debilitat. D'altra banda, els líders de la Unió Europea i del G-20, amb la creació del document dels "*Principis de govern corporatiu del G20 i de l'OCDE*"¹², també han ressaltat la seva importància assenyalant que la intricada estructura de govern corporatiu d'algunes grans empreses, al costat de la manca de transparència i la incapacitat per determinar eficaçment la cadena de responsabilitat dins de l'organització, constitueixen factors indirectes de la passada crisi financera.

Malgrat que la importància d'aquest concepte ha crescut especialment en els darrers anys, a Espanya, ja el 1998, amb l'elaboració de l'Informe de la Comissió Especial per l'estudi d'un codi ètic dels Consells d'Administració de les Societats (Comissió Olivencia) es va començar a parlar de govern corporatiu. Aquest informe va servir com a fonament per a la creació del primer Codi de Bon Govern i posteriorment, va ser modificat per l'Informe de la Comissió

¹² OCDE (2016), *Principis de Govern Corporatiu de l'OCDE i del G20*. Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>

Especial per al foment de la transparència i seguretat als mercats i les societats cotitzades (Comissió Aldama). Finalment, aquests informes van portar a l'elaboració del primer Codi Unificat de Bon Govern de les Societats Cotitzades (CBGSC), l'any 2006. La raó de ser d'aquesta iniciativa va consistir en l'harmonització del contingut d'aquest codi amb les tendències europees. Des de llavors, s'ha anat revisant i actualitzant, arribant fins a la seva versió més recent el 2020¹³.

Si posem l'atenció en la situació de les societats anònimes cotitzades, cal reconèixer la importància fonamental d'un bon govern corporatiu. En aquest cas, la disposició d'aquestes mesures i procediments no només impacta sinó que també influeix en l'adopció dels criteris d'inversió basats en els resultats de l'anàlisi (San Martín, 2015, p.43).

D'acord amb això, l'any 2014 es va promulgar la llei 31/2014, que modifica la Llei de Societats de Capital amb l'objectiu de millorar el govern corporatiu. Aquesta llei obliga a les SAC a publicar anualment l'informe de govern corporatiu com a fet rellevant i a comunicar-lo a la CNMV¹⁴. A més, contempla el contingut mínim de l'informe¹⁵, el qual ha d'incloure:

- L'estructura de propietat de la societat i la informació sobre els accionistes amb participacions significatives, així com les participacions accionaries dels membres del consell d'administració, dels valors que no cotitzen en un mercat regulat comunitari i la informació relativa a la regulació de la modificació dels estatuts de la societat.
- Possibles restriccions a la transmissibilitat de valors i limitacions al dret a vot.
- L'estructura de l'administració de la societat.
- Les operacions vinculades de la societat (amb accionistes, administradors, directius...).
- Procediments per controlar el risc.
- El funcionament de la junta general.
- Explicació del seguiment de les recomanacions del govern corporatiu.
- Descripció dels sistemes interns de control i gestió de riscos en relació amb el procés d'emissió de la informació financera.

¹³ Obres referents a l'evolució normativa dels codis de bon govern: Vicent Chulià, F. (23^a ed.). (2012). *Introducción al Derecho Mercantil*. Tirant lo Blanch. https://cercabib.ub.edu/permalink/34CSUC_UB/acbrpu/alma991004276719706708. pp. 1083-1900; San Martín García, I. (2015). *El Gobierno de las sociedades cotizadas: Los Códigos de Buen Gobierno como herramienta para mejorar la transparencia y la eficacia empresarial*. [Treball de final de grau, Universitat Pontificia Comillas]. Repositori Comillas. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/6905>. pp. 16-40.

¹⁴ Art. 540 de la Llei de societats de capital, afegit per l'art. 61 de la Llei 31/2014.

¹⁵ El contingut i l'estructura de l'informe anual de govern corporatiu ve donat per l'Ordre ECC/461/2013, de 20 de març, per la qual es determinen el contingut i l'estructura de l'informe anual de govern corporatiu, de l'informe anual sobre remuneracions i d'altres instruments d'informació de les societats anònimes cotitzades, de les caixes d'estalvis i altres entitats que emetin valors admesos a negociació en mercats oficials de valors.

Aquest contingut mínim establert per llei es pot complementar amb les recomanacions de bon govern establertes pel codi unificat de la CNMV, basades principalment, en la junta general d'accionistes, el consell d'administració i altres aspectes més generals com les limitacions estatutàries.

Cal tenir en compte que, entre les característiques d'aquest codi, destaca la voluntarietat sotmesa al principi de "complir o explicar" (CNMV, 2016, p.2) ¹⁶. La LSC també incorpora aquest principi en imposar a les SAC l'obligació d'incloure en l'informe el grau de seguiment (o la falta d'aquest) de les recomanacions de govern corporatiu. En definitiva, tot i que seguir les recomanacions té un caràcter voluntari, no fer-ho requereix una explicació detallada i justificada, permetent a les parts interessades fer una avaluació objectiva dels motius, en línia amb el principi de transparència.

La informació s'ha de presentar de manera clara, precisa i veraç. No es poden passar per alt dades importants ni incorporar informació que pugui induir a error, sinó que s'ha de garantir la fiabilitat de l'informe perquè tant el mercat com els inversors i els accionistes puguin obtenir una imatge exacta i formar un judici fonamentat sobre l'empresa.

En cas de la no presentació de l'informe o la constatació d'omissions o dades falses i enganyoses, la CNMV, entitat encarregada del seguiment de la normativa del govern corporatiu, ostenta competències supervisores i facultats sancionadores per incoar expedients sancionadors d'acord amb l'establert a la disposició addicional sèptima de la LSC i el Títol IX de la Llei 6/2003 (LMVSI).

A banda de l'elaboració de l'informe anual de govern corporatiu (IAGC), i de forma simultània a aquest, el consell d'administració de les SAC també ha de publicar amb caràcter anual un informe sobre remuneracions dels consellers en l'exercici de les seves funcions¹⁷. Aquest informe inclou informació sobre la política de remuneracions dels consellers, un resum de la implementació d'aquesta política i el detall de les remuneracions individuals de cada un dels consellers.

És precís fer una breu menció al concepte de *compliance*, que juntament amb la qüestió del govern corporatiu, es troba en constant creixement en el món empresarial. La finalitat del

¹⁶ Per a més informació, consultar la Guia tècnica de bones pràctiques per aplicar el principi «complir o explicar» de la CNMV del 15 de juliol de 2016. <https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/guacumplirexplicar.pdf>.

¹⁷ Algunes obres o informes d'interès que tracten aquest tema són: Comissió Nacional del Mercat de Valors. (2022). *Informes de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2022*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IARC_2022.pdf; Rivero Torre, P. (2005). *Responsabilidad social y Gobierno corporativo: información y transparencia*. Dialnet. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2232816>.

compliment normatiu és assegurar el correcte compliment normatiu intern i extern d'una empresa per tal d'identificar i prevenir els riscos, especialment els de naturalesa penal, que es puguin incórrer i evitar sancions, delictes o altres situacions que puguin comprometre el futur de la societat (Associació Espanyola de Compliance [ASCOM], 2020, p.6). La implementació d'una política de *compliance* obliga les empreses a mantenir una conducta empresarial ètica, i aquesta pràctica repercuteix positivament en la seva imatge.

Per tant, la incorporació d'aquests dos informes d'obligada elaboració i publicació per part de les SAC, juntament amb altres polítiques voluntàries com el *compliance*, han generat un impacte directe en la transparència empresarial impulsat per les conductes ètiques i a l'haver suposat un avenç en l'accessibilitat de la informació relacionada amb els processos interns i òrgans de govern de les companyies.

La implementació d'aquestes bones pràctiques ha anat lligada a molts avantatges. Alguns d'aquests són:

- La generació de valor: Les empreses han aconseguit una millora substancial de la seva imatge i reputació, generant així un impacte positiu en les seves relacions amb proveïdors, accionistes, clients, etc. Aquesta evolució ha conduït a un increment de la rendibilitat de l'empresa, elevant el seu valor i reforçant la seva competitivitat al mercat. Els resultats financers també han experimentat millores significatives en aquest context.
- Accés al finançament: El bon govern corporatiu afavoreix la gestió responsable i el creixement sostenible a llarg termini, constituint-se com un factor altament atractiu per als inversors. De fet, podríem considerar la transparència com a element rendible per una societat perquè invertir en transparència implica assegurar la confiança de grans inversors.
- Gestió de riscos sostenible: Amb la millora de la gestió i de l'administració s'assoleix equilibrar els interessos de les parts i a estar més preparats de cara a qualsevol imprevist. Aquest enfocament permet la reducció del nombre de possibles multes o sancions, així com la mitigació de potencials conflictes o frau.
- Beneficis per l'economia nacional: la implementació d'un bon govern no només reporta millores a l'empresa en si mateixa, sinó que també exerceix un impacte social essencial per al desenvolupament d'una societat més justa i ètica. Quan la confiança

dels inversors creix i les empreses actuen d'acord amb les bones conductes establertes, es contribueix a l'estabilització i al creixement financer d'una economia.

En resum, el govern corporatiu no ha de ser percebut simplement com una eina destinada a millorar la gestió i l'estructura interna d'una empresa per garantir una imatge positiva, una posició competitiva i la satisfacció dels accionistes. Més aviat, la seva finalitat abraça una perspectiva més ampla, centrant-se en objectius a llarg termini, com l'interès social i el benestar de l'economia nacional.

IV.2. El Consell d'Administració i la seva influència en la transparència

IV.2.1. La naturalesa del Consell d'Administració

Prèviament s'ha observat que, en els últims anys, la necessitat de transparència en els òrgans de govern i la defensa i l'equitat dels socis han anat guanyant pes en el món empresarial. La implementació adequada d'aquestes conductes morals, ha de produir-se des de l'interior de cada empresa, és a dir, des del consell d'administració (García, 2020, p.18).

El consell d'administració, com bé s'ha definit a l'inici del treball, és l'òrgan de gestió i administració de les SAC. D'acord amb l'art. 529.1 bis LSC, l'òrgan és de caràcter obligatori i es requereix que estigui format únicament per persones físiques. Aquesta exigència es deriva de la necessitat de mantenir la transparència i el bon govern corporatiu, com s'estableix al preàmbul VIII de la Llei 5/2021, que modifica la LSC.

Un consell d'administració òptim és aquell que administra, gestiona i supervisa seguin els principis i les recomanacions del Codi de Bon Govern de la CNMV, amb la finalitat d'assegurar el creixement sostenible i ètic de la societat (García, 2020, p.55). El mateix principi 9 del CBG ens indica que *“el consell assumirà, col·lectivament i unitàriament, la responsabilitat directa sobre l'administració social i la supervisió de la direcció de la societat, amb el propòsit comú de promoure l'interès social”*.

El consell es compon per un president, un vicepresident si s'escau, un secretari i per la resta de consellers. Tanmateix, una de les característiques de les SAC és que entre els consellers hi ha diverses categories¹⁸ i no tots tenen la mateixa funció; és a dir, trobem consellers executius i consellers no executius que poden ser dominicals, independents i externs.

¹⁸ Art. 529 duodecies LSC i Principi núm. 11 CBG.

- Els consellers executius, són tots aquells que exerceixen funcions dins la societat com per exemple, són treballadors o tenen càrrecs d'alta direcció.
- Pel que fa als consellers no executius, es classifiquen en dominicals, independents i externs. Els consellers dominicals són aquells en possessió d'una participació accionarial significativa i amb capacitat d'influir sobre el control de la societat o, d'altra banda, aquells que han sigut designats per la seva condició d'accionistes; Els consellers independents, segons l'informe Aldama, són aquells designats en funció de les seves condicions personals i professionals, però que no estan relacionats amb la societat sinó que representen al "*free float*" o capital flotant de la massa d'inversors (Vicent, 2012, p.93 i p.780)¹⁹; Els consellers externs són la categoria residual de la resta.

Aquesta distinció és particularment rellevant perquè representa una manera de separar la divisió de poders i els càrrecs dins de l'estructura de l'empresa, dotant-la d'objectivitat i imparcialitat.

Tot i això, tots els membres del consell en l'exercici de les seves funcions estan subjectes a deures de lleialtat i diligència previstos, majoritàriament, al capítol III del Títol VI de la LSC.

Fent referència al deure de lleialtat en relació amb la informació privilegiada (Vicent, 2012, p.760), els administradors han d'actuar sempre amb bona fe i basant-se en l'interès de la societat, evitant actuar per interès propi o buscant l'enriquiment injust. D'altra banda, respecte a la correcta diligència professional, la legislació preveu tant l'obligació d'assistència i de participació en les sessions que es convoquin com la responsabilitat d'estar ben informats per poder contribuir correctament a la presa de decisions i en la realització de les seves tasques.

Un altre deure recau sobre la informació que no sigui pública, però a la que els consellers tinguin accés, ja que aquests hauran d'actuar amb discreció, guardar secret professional i no revelar cap assumpte compromès o confidencial (Vicent, 2012, p.769).

També convindria afegir els deures de comunicació davant de situacions personals que poguessin ser rellevants o poguessin afectar el desenvolupament de les seves funcions com el fet d'estar en possessió d'accions significatives o l'exercici d'alguna activitat en qualsevol altra empresa.

¹⁹ L'existència de consellers independents és un fet beneficiós pel petit accionista, ja que, estarà millor representat que si, per contra, hi ha un predomini de consellers dominicals (CNMV, s.d.).

Adicionalment, és interessant que les companyies tinguin establerta una normativa per evitar conflictes d'interessos entre l'interès dels membres del consell i l'interès societari. Per tal d'afrontar aquestes situacions, la CNMV va establir dos criteris a seguir²⁰.

- Els consellers s'han d'abstenir en deliberacions que afectin assumptes compromesos i a interessos propis com ara decisions de reelecció o cessament (Vicent, 2012, p.1126).
- Cal observar de prop, supervisar i limitar les transaccions professionals, directes o indirectes, entre el conseller i la companyia. Aquest criteri està relacionat amb el deure de comunicar situacions personals significatives i amb la necessitat d'adoptar mesures que redueixin els riscos de l'ús d'una posició privilegiada per part dels consellers dominicals.

IV.2.2. Les Comissions del Consell d'Administració

L'existència de comissions del consell especialitzades en matèries concretes ha impulsat la implementació del bon govern corporatiu (García, 2020, p.18). En aquest context, la comissió té la facultat d'establir comissions especialitzades que consideri oportunes com, per exemple, una comissió executiva o una en matèria de sostenibilitat. No obstant això, la llei obliga a la constitució d'una comissió d'auditoria i una comissió de nomenaments i retribucions (segons l'art. 529 terdecies LSC).

En relació amb la comissió d'auditoria, només pot estar formada per consellers no executius, dels quals la majoria han de ser independents. Aquesta comissió s'encarrega de supervisar el control intern, l'auditoria interna, els sistemes de gestió de risc i el procés d'elaboració de la informació financera i no financera. A més, col·labora amb l'auditor extern i emet anualment un informe d'opinió previ a l'informe d'auditoria de comptes en el que es justifiqui si la independència dels auditors de comptes es veu compromesa. Aquesta comissió també s'encarrega d'informar, en tots els temes que li pertocuen, a la junta general d'accionistes.

Pel que fa a la comissió de nomenaments i retribucions pot constituir-se en conjunt o per separat, en dues comissions diferents²¹. A l'igual que l'anterior, tampoc podrà estar formada per consellers executius i al mínim, dos d'ells, hauran de ser independents. Les funcions que té atribuïdes són: la captació i retenció de talent en posicions d'òrgans de govern, l'avaluació

²⁰ Comissió Especial per a l'estudi d'un codi ètic dels consells d'administració de les societats. (1998, 26 febrer). *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. CNMV. <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf> p. 46-47.

²¹ Art. 529 terdecies 2 LSC i Recomanació 48 CBG: "Que les societats d'elevada capitalització comptin amb una comissió de nomenaments i amb una comissió de remuneracions separades".

de vacants i competències necessàries per al consell d'administració, informar de les propostes de nomenament de consellers, l'organització de la successió del president del consell, proposició i fixació de la política de retribucions de consellers i directors generals, etc.

En definitiva, les comissions del consell d'administració resulten ser d'una gran utilitat a l'hora de reforçar la confiança als inversors de les SAC (García, 2020, p.55). A l'estar formades per professionals i experts, els quals, no poden ser consellers executius, les comissions actuen com a òrgans independents, objectius i imparcials que prevenen la mala praxis empresarials, salvaguardant la transparència tant en els procediments d'auditoria, selecció i nomenaments de càrrecs dels òrgans de gestió de la societat com en l'elaboració i implantació de les polítiques de retribució de directius i consellers.

IV.3. Les pàgines web de les societats cotitzades i la informació a incloure

L'accelerada transició cap a la digitalització del sistema financer ha generat diversos canvis com la connexió global per internet, la reducció de costos d'emmagatzematge de dades i les millores en el seu tractament i el progrés en la supervisió dels mercats financers, entre d'altres.

En aquest context, l'article 539 de la LSC, imposa a les SAC la necessitat de mantenir una presència en línia a través d'una pàgina web que tingui com a finalitat difondre la informació requerida per la LMVSI i satisfer, d'aquesta manera, el dret d'informació dels accionistes. A més a més, s'estipula la creació d'un fòrum electrònic de socis destinat a facilitar tant la comunicació entre ells abans de les reunions com la presentació de sol·licituds o iniciatives específiques. La finalitat d'aquestes accions es basen en fomentar la cooperació entre accionistes (Vicent, 2012, p.1090).

Aquesta evolució cap a la digitalització ha motivat l'aparició de la Circular 3/2015, de 23 de juny, de la Comissió Nacional del Mercat de Valors. Aquesta norma estableix especificacions tècnica-jurídiques i requisits d'informació per a les pàgines web de les societats anònimes cotitzades que emeten valors admesos a negociació en mercats secundaris oficials de valors. En altres paraules, emergeix la necessitat de digitalitzar la informació, i a partir de l'entrada en vigor de la circular, les SAC es veuen obligades a adaptar i a ampliar el contingut de les seves webs amb les noves exigències.

La informació concreta que actualment cal incloure s'ajusta a la taula dels requisits contemplats a l'annex de la Circular²², i en coherència amb el principi de transparència informativa, tota la informació publicada a les webs ha de ser clara, correcta i verídica, sense que pugui comportar a errors o confusions per part dels inversors, atès que, l'objectiu de la publicació és que aquests puguin realitzar un judici fundat de la societat.

Finalment, ressaltar que la responsabilitat principal de mantenir actualitzat el contingut de les pàgines web recau en els administradors de la societat.

²² Per a més informació, consultar la taula de l'annex I de la Circular 3/2015, de 23 de juny. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 190, del 10 d'agost de 2015. <https://www.boe.es/eli/es/cir/2015/06/23/3>

V. IMPACTE ALS MERCATS FINANCERS I A LES SOCIETATS COTITZADES

V.1. Efectes en l'eficiència dels mercats

Els últims anys, l'estabilitat de l'entorn econòmic i financer s'ha vist afectada per diversos successos com la guerra entre Rússia i Ucraïna i el creixement de la inflació, la qual, ja va començar a disparar-se l'any 2021 (Spainsif, 2023, p.16). A causa de la inflació, hi ha hagut un canvi en la política monetària i els tipus d'interès han pujat ocasionant una baixada important en els preus dels actius financers. No només a nivell nacional sinó també a escala global, hi ha hagut un estancament en l'economia i, conseqüentment, un increment de l'indicador d'estrès en els mercats financers (CNMV, 2022, p.26).

La capitalització de la borsa espanyola ha retrocedit un 8,2%, i excepte el sector del petroli, de l'energia i del sector financer, les cotitzacions han presentat retrocessos rellevants.

Importes en millones de euros					
Sector	2021	2022	2021	2022	% var. 22/21
Petróleo	1	1	15.939,9	21.568,1	35,3
Energía	11	11	145.998,5	141.068,2	-3,4
Minería y metálicas básicas	8	8	7.409,9	6.140,2	-17,1
Cementos y mat. construcción	3	2	3.794,2	3.627,5	-4,4
Químicas y farmacéuticas	7	7	18.527,5	13.035,1	-29,6
Textil y papeleras	7	7	90.368,3	78.956,7	-12,6
Metalmecánica	15	14	10.256,5	5.881,0	-42,7
Alimentación	10	10	7.192,8	6.473,5	-10,0
Construcción	8	8	43.690,9	41.590,0	-4,8
Inmobiliarias y SOCIMI	17	16	13.909,4	11.634,2	-16,4
Transportes y comunicaciones	5	5	88.647,4	69.034,1	-22,1
Otros no financieros	27	25	62.378,6	49.330,8	-20,9
Total sector no financiero	119	115	471.929,4	448.339,5	-5,0
Bancos	8	8	115.556,0	124.364,9	7,6
Seguros	3	3	10910,9	10.243,2	-6,1
Sociedades de cartera	4	4	3.597,0	3.028,5	-15,8
Total sector financiero	15	15	130.063,9	137.636,7	5,8
Total	134	130	638.177,7	585.976,2	-8,2

Taula 1. Nombre de societats cotitzades i capitalització per sectors (Font: Informe anual sobre els mercats de valors i la seva actuació, exercici 2022. CNMV).

Malgrat la situació actual econòmica-financera, les societats cotitzades han complert amb els seus deures d'informació i transparència. Amb relació a la informació financera, la xifra de les empreses que han presentat a la CNMV els informes anuals i els informes periòdics ha anat augmentant progressivament. Així mateix, amb la incorporació a l'Ordenament Jurídic de la Llei 18/2018 i l'obligatorietat de l'EINF, la informació en matèria no financera divulgada també ha crescut.

D'altra banda, segons la CNMV (2022, pp.101-105) i l'informe anual de govern corporatiu (IAGC), les SAC s'han ajustat a les recomanacions del Codi de Bon Govern, és a dir, el grau de seguiment d'aquestes ha sigut alt. Aquest fet és un clar indicatiu de què el govern corporatiu s'ha de veure com una eina poderosa a l'hora de generar valor per la societat (Rivero, 2005, p.26). Adoptar bones pràctiques i normes ètiques permet incrementar el valor borsari de l'empresa en convertir-la més atractiva de cara al públic. Addicionalment, una bona estructura de govern sòlida farà que no només es reforci la confiança dels inversors sinó que, les decisions estratègiques preses des de l'interior siguin més eficients i més competitives. En definitiva, tot això es pot entendre com un avantatge competitiu (Rivero, 2005, p.15) que si es treballa bé, l'empresa pot ser capaç de destacar i posicionar-se en relació amb els seus competidors, ampliant així les bases del mercat de capitals.

Així doncs, tal com es pot veure a la taula 2, el sector financer destaca per sobre del sector no financer amb un percentatge elevat del compliment de les recomanacions del codi.

	Recomendaciones aspectos generales (1-5)			Recomendaciones Junta general (6-11)			Recomendaciones responsabilidad, estructura y composición y funciones del consejo (12-36)			Recomendaciones organización del consejo (37-53)			Recomendaciones responsabilidad social corporativa (54-55)			Recomendaciones sobre las remuneraciones (56-64)		
	Cumple	Cumple parcialmente	No cumple	Cumple	Cumple parcialmente	No cumple	Cumple	Cumple parcialmente	No cumple	Cumple	Cumple parcialmente	No cumple	Cumple	Cumple parcialmente	No cumple	Cumple	Cumple parcialmente	No cumple
	SECTOR NO FINANCIERO	86,9	5,7	7,4	84,5	7,6	8,0	87,2	8,2	4,6	89,0	6,7	4,3	79,8	11,0	9,2	76,5	6,9
SECTOR FINANCIERO	93,0	5,3	1,6	92,7	2,9	4,4	92,6	4,6	2,8	92,4	4,3	3,3	85,7	7,1	7,1	89,9	5,5	4,6
TOTAL	87,6	5,6	6,8	85,5	7,0	7,5	87,8	7,8	4,4	89,4	6,4	4,2	80,5	10,6	8,9	79,8	6,8	13,4

Taula 2. Percentatge de recomanacions del Codi de Bon Govern agrupades per categoria i grau de compliment (Font: Estadístiques de govern corporatiu a les societats cotitzades. CNMV)

D'aquesta manera, i considerant aquesta situació econòmica i financera en deteriorament, és crucial ressaltar la significativa importància del fet que les empreses cotitzades proporcionin als accionistes i als inversors informació exhaustiva i apropiada (CNMV, s.d., p.4).

Dins del marc de les qüestions considerades, és pertinent destacar tres estudis. Un d'ells se centra en la divulgació de la informació financera, mentre que els altres dos es basen en la transparència de la informació no financera.

Primerament²³, el catedràtic A.J. Tapia (2007, p.26)²³, en el seu anàlisi sobre la transparència a les societats cotitzades i el dret a la informació dels socis, examina detingudament aquests temes, destacant sobretot, la divulgació d'informació sobre l'estat de solvència de l'empresa. La solvència es refereix a la capacitat d'una societat per afrontar i respondre de les seves obligacions financeres davant dels creditors (Tapia, 2007, p.8) i es calcula dividint l'actiu total

²³ Per a més informació sobre l'estudi, veure: Tapia Hermida, A. J. (2007). *La transparencia de la solvencia de las sociedades cotizadas: el derecho de información de sus socios y el papel de las agencias de calificación crediticia*. Universitat Complutense de Madrid. <https://docta.ucm.es/rest/api/core/bitstreams/4c1e5658-867e-4d76-8038-a4d668333dc4/content>

entre el passiu total de la societat. En aquest sentit, la solvència és una de les primeres dades que mirarà un inversor en el moment de decidir, juntament amb els riscos associats, ja que, si una empresa no té prou actiu per afrontar els seus deutes del passiu, l'empresa se situarà en una situació d'insolvència, de la qual, es pot desencadenar un concurs de creditors.

En segon lloc, mereix esment un estudi de l'any 2021 sobre la transparència de la informació no financera a les empreses de l'IBEX35²⁴. Aquest estudi, mitjançant els càlculs pertinents revela que les empreses amb indicadors financers sòlids com els paràmetres de la solvència, la rendibilitat econòmica o l'endeutament, també exhibeixen un elevat grau de transparència (Gutiérrez et al., 2021, p. 324). En altres paraules, aquest informe evidencia que la transparència està directament vinculada tant amb la rendibilitat econòmica (ROA)²⁵ com amb la rendibilitat financera (ROE)²⁶ de les empreses analitzades.

I en últim lloc, però no menys important, cal assenyalar l'estudi d'EY de 2018 sobre els factors ESG o no financers²⁷, donat que, d'aquesta investigació feta mitjançant una enquesta a 320 inversors institucionals de tot el món, es poden extreure diverses observacions.

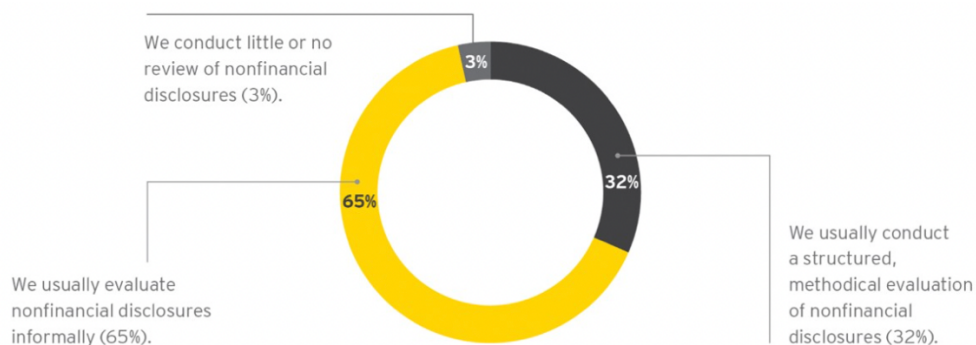
D'entrada, subratllar que el 97% dels inversionistes que van respondre a les enquestes van afirmar que avaluen la informació no financera de les empreses (un 65% ho fa de manera informal, però un 32% analitza la informació de manera metòdica i estructurada).

²⁴ Per a més informació sobre l'estudi veure: Gutiérrez Ponce, H., Chamizo González, J., Arimany Serrat, N. (2021). *Transparencia de la información no financiera en las empresas del IBEX35 y del DAX30: el nuevo reporting integrado. Contaduría y Administración*, 67 (1), pp. 305 a 331. <http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2022.2937>

²⁵ La rendibilitat econòmica o ROA ens indica l'efectivitat de l'empresa en l'ús dels seus actius per generar ingressos. Es calcula dividint el benefici net de l'empresa entre l'actiu total.

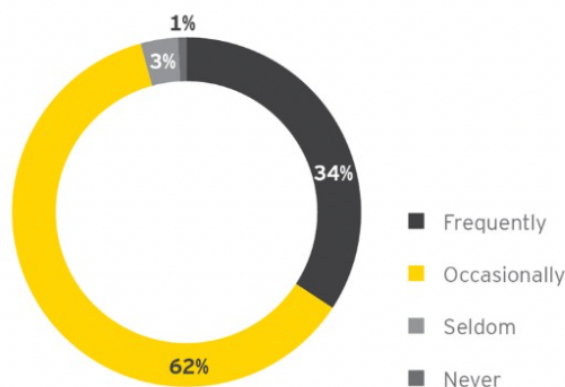
²⁶ La rendibilitat financera o ROE ens indica els beneficis en relació amb el capital invertit o patrimoni net, és a dir, la capacitat de l'empresa per generar beneficis als seus accionistes. Es calcula dividint el benefici net de l'empresa entre el patrimoni net.

²⁷ Per a més informació sobre l'estudi veure: Nelson Mathew. (29 de novembre de 2018). *¿Sus informes no financieros cuentan su historia de creación de valor?* EY. https://www.ey.com/es_ni/assurance/does-nonfinancial-reporting-tell-value-creation-story



Gràfic 1. Mètode dels inversors a l'hora d'avaluar la informació no financera i els criteris ESG (Font: Informe EY)

No només això sinó que, el 96% sostenia que la informació esmentada cada cop és més important en el procés de la presa de decisions a l'ajudar a mitigar el risc de les inversions, sobretot en situacions d'una caiguda de mercat.



Gràfic 2. Freqüència en què la informació no financera i els criteris ESG han tingut un paper fonamental en la presa de decisions d'una inversió (Font: Informe EY).

Per contra, també cal emfatitzar que un 63% dels enquestats va dir que no invertiria en una societat que tingués males pràctiques de governança, un 49% si no es respectessin els drets humans i un 48% no invertiria en empreses que possessin en risc el canvi climàtic.

No obstant, tot i que les SAC han evolucionat cap a millor en la divulgació d'aquest tipus d'informació, és evident que els emissors han de continuar millorant en aquests aspectes. De fet, un 70% dels inversors va respondre que l'Estat i altres reguladors nacionals eren els més adequats per adoptar mesures progressistes i reduir la divergència entre la demanda de la informació no financera i la informació realment proporcionada per les societats cotitzades.

En conclusió, aquests estudis demostren i corroboren que tant la divulgació d'informació financera com la informació no financera són un element clau a les societats cotitzades per transmetre la confiança necessària de cara al públic, captar inversors i obtenir avantatges, ja siguin en relació amb la competència que s'enfronten als mercats o en relació amb els seus beneficis i la rendibilitat financera. Els inversors busquen la creació de valor a llarg termini (Nelson, 2018, par. 2) i això s'aconseguirà amb el progrés cap a la presentació d'informes anuals integrats i complets.

V.2. Inversió Sostenible i Responsable (ISR)

A partir de tots els canvis produïts en la societat destacats durant el transcurs del treball, ha anat evolucionant el concepte tradicional d'inversió, del qual es desprèn que la rendibilitat econòmica o el benefici és l'únic objectiu (Aranda, 2021, par.1).

Si bé és cert que un dels objectius principals a l'hora d'invertir continua sent la consecució d'un benefici econòmic i indubial a llarg termini, actualment s'han anat incorporant altres finalitats que els inversors busquen quan es tracta de dipositar els seus recursos en una empresa, dirigides a contribuir amb el benefici de la societat en conjunt. A banda, la dedicació i el comportament ètic i responsable de les entitats empresarials cotitzades cap al seu entorn, proporcionen una major garantia de seguretat pels inversors que els propis resultats econòmics esperats (Gil, s.d., par.1).

Un exemple d'un interès buscat pels inversors és el progrés en l'aplicació dels criteris ESG, considerant d'aquesta manera, les preocupacions mediambientals, socials i de governança ètica.

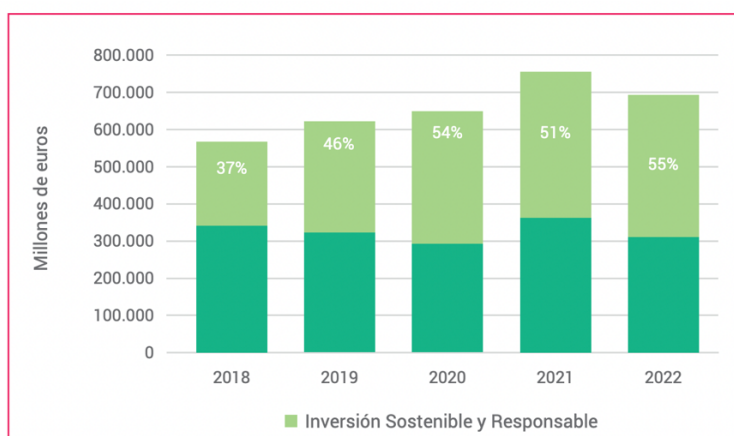
Aquesta tipologia d'inversions que aspiren a aconseguir el doble propòsit de rendibilitat financera i impacte positiu en la societat, reben el nom d'inversions sostenibles i responsables (d'ara endavant, ISR).

Les ISR no només contempen modalitats d'inversió convencionals com plans de pensions que incorporin aquests criteris en les seves polítiques sinó que, també s'inclouen nous productes d'inversió i nous enfocaments. Alguns d'aquests productes més nous són els anomenats

“bons verds”, dels quals tots els fons recaptats amb aquests, es destinen únicament a finançar projectes verds i sostenibles (Spainsif, 2023, p.24)²⁸.

Segons l'Informe Anual de l'Observatori Espanyol del Finançament Sostenible (OFISO, 2022, p.24), Espanya és considerat un dels deu països amb més emissors ESG i de bons verds. El 2022 es va assolir una xifra rècord de 60 milions d'euros (OFISO, 2022, p.7).

De l'estudi de mercat anual de Spainsif sobre la inversió sostenible i responsable a Espanya (2023), veiem que l'evolució de les ISR i dels actius gestionats amb criteris ESG respecte al total d'actius ha sigut creixent amb el pas dels anys, tenint el pic més alt l'any 2021 amb un 51% respecte al total de les inversions genèriques, però amb previsió de continu creixement pels anys següents.

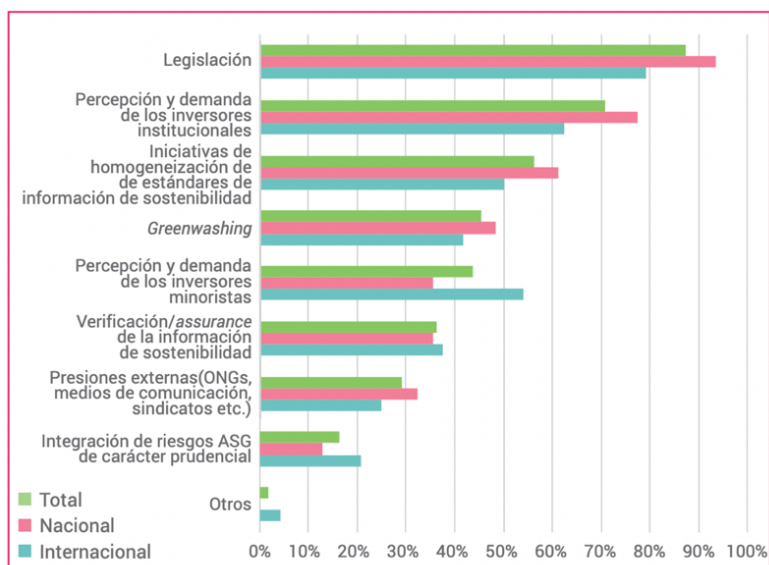


Gràfic 3: Evolució dels actius gestionats amb criteris ESG respecte del total d'actius a Espanya, totes les entitats (Font: La inversió Sostenible i Responsable a Espanya el 2023, estudi de mercat. Spainsif).

D'altra banda, i tenint en compte les dades obtingudes fins a l'actualitat, es preveu que els factors clau que afectin el progrés i al desenvolupament de les ISR seran, sobretot, el compliment normatiu i la demanda dels inversors institucionals (encara que la demanda dels inversors minoristes també creix gradualment)²⁹. Aquests resultats indiquen el bon propòsit del legislador per aconseguir la promoció de pràctiques empresarials ètiques a la vegada que afavoreix i incentiva als inversors a invertir responsablement.

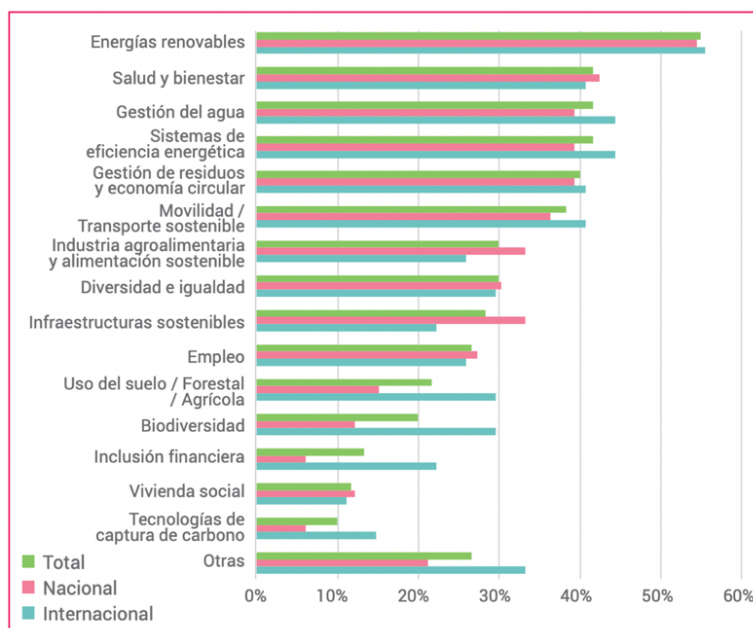
²⁸ Per a més informació sobre els principis que regulen els Bons Verds, veure: International Capital Market Association. (juny de 2021). *Principios de los Bonos Verdes. Guía del procedimiento voluntario para la emisión de bonos verdes.* <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2021/Spanish-GBP-2021.pdf?vid=2>

²⁹ Els inversors institucionals fan referència a grans empreses, organitzacions o institucions que inverteixen als mercats financers grans quantitats monetàries i que, per tant, tenen un percentatge de participació alt. En canvi, els inversors minoristes són aquells que inverteixen en nom propi amb el patrimoni personal i la seva capacitat d'influir individualment és baixa (CNMV, s.d.).



Gràfic 4: Percepció dels factors que afectaran el desenvolupament de la demanda ISR els pròxims tres anys, total i per origen de l'entitat (Font: La inversió Sostenible i Responsable a Espanya el 2023, estudi de mercat. Spainsif).

Per últim, destacar que en l'àmbit de les ISR, on més s'inverteix és en energies renovables, seguit de salut i benestar social.



Gràfic 5: Temàtiques d'inversió aplicades, total i per origen de l'entitat (Font: La inversió Sostenible i Responsable a Espanya el 2023, estudi de mercat. Spainsif).

VI. CONCLUSIONS

En els darrers anys, i a conseqüència de les crisis financeres i la poca estabilitat persistent dels mercats financers, s'ha experimentat un creixement notable en les preocupacions tant dels inversors com de la societat en general sobre la falta de transparència en les SAC. Aquestes inquietuds han actuat com a catalitzador per a la formulació de noves regulacions i normatives amb l'objectiu d'incrementar la transparència, la divulgació d'informació i millorar la confiança en aquest entorn empresarial.

Així doncs, d'acord amb el contingut precedent d'aquest treball, és necessari extreure les conclusions que se'n deriven. En grans trets, es poden validar les tres hipòtesis plantejades inicialment.

En primer lloc, i en virtut dels estudis analitzats, es pot afirmar que la confiança dels inversors és un element clau i determinant en la presa de decisions d'inversió, pel fet que influeix i afecta la percepció del risc i la disposició per assumir-lo. Aquesta confiança neix de la transparència manifestada per les empreses en la divulgació de la seva informació, i esdevé un factor impulsor per a la participació en els mercats financers. La confiança dels inversors s'ha de veure com la base sobre la qual es construeixen les decisions, ja que un entorn de confiança no només atrau, sinó que també reté. En aquest sentit, la claredat, la veracitat i la completesa dels informes presentats contribueixen a la creació d'un entorn de credibilitat i seguretat que resulta fonamental per aquells que consideren invertir els seus recursos.

D'altra banda, a més a més d'haver-hi una relació inherent i lògica entre la transparència de les societats i la confiança dels inversors, atès que com s'ha pogut veure, la confiança sorgeix de la transparència, cal afegir un altre element: el rendiment borsari. Tot i que aquest és un tema transcendent, en la pràctica no ha estat objecte d'un gran desenvolupament doctrinal a Espanya. No obstant això, els informes i les investigacions estudiades demostren que tant la divulgació d'informació financera (sobretot la informació relativa a la solvència), com la informació no financera, la pràctica d'un bon govern corporatiu i l'aplicació dels criteris ESG en la forma de gestionar l'empresa, afavoreixen als rendiments obtinguts d'aquesta, de manera que els preus de les accions pateixen menys volatilitat. En aquest context, també cal tenir en compte que els resultats o beneficis assolits no només depenen de la societat en si, donat que hi ha multitud de factors externs com la inflació, la competència o la regulació que generen un impacte significatiu sobre aquests factors.

Per acabar, fent al·lusió a la tercera hipòtesi formulada, no s'han trobat evidències empíriques ni analítiques que qüestionin la percepció dels inversors sobre la primacia de la informació

financera enfront de la no financera en el procés de presa de decisions. Si bé és cert que la informació financera sempre ha estat a l'ordre del dia i que es pot percebre com a lògic que cap inversor disposarà recursos en una societat que no tingui futur ni estabilitat financera, la informació no financera està guanyant terreny, i això es pot veure amb l'increment de les inversions sostenibles i responsables, que a part d'enfocar-se en l'obtenció d'un benefici econòmic, l'incentiu real va més enllà.

Com a conclusió final, és oportú donar èmfasi i dotar d'especial importància a l'adopció de bones pràctiques empresarials, com a l'aplicació d'un bon govern corporatiu amb l'ús dels criteris ESG, juntament amb la difusió transparent i efectiva de la informació pertinent. Aquest conjunt d'elements no només redueixen riscos i generen avantatges per a les companyies cotitzades que els adopten, sinó que també representen un benefici per a la societat en general, els inversors, els mercats financers i la prosperitat econòmica d'un país. En definitiva, aquest compromís no només millora la confiança en les empreses, sinó que també contribueix al creixement i al desenvolupament sostenible, ètic i equitatiu.

BIBLIOGRAFIA

Aranda, A. (12 de maig de 2021). *El inversor español se hace sostenible*. Forbes.
<https://forbes.es/empresas/51484/el-inversor-espanol-se-hace-sostenible/>

Associació Espanyola de Compliance. (2020). *Estudio sobre la función de compliance en las empresas españolas*.

<https://asociacioncompliance.com/wp-content/uploads/2023/06/ESTUDIO-ESTADISTICO-COMPLIANCE-FINAL.pdf>

BME Bolsas y mercados españoles. (s. f.). *Estructura y organización del mercado de valores español*.
<https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estructura-Organizacion-Mercado-Valores>

BME Bolsas y mercados españoles. (s. f.). *Información generada por el emisor*.
http://publicaciones.bolsasymercados.es/recursos/196/3_1

BME Bolsas y mercados españoles. (s. f.). *¿Qué es la Bolsa?*.

<https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Para-Inversores/Que-es-la-Bolsa>

Comissió Aldama. (2003). *Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas (Informe Aldama)*.
<https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/informefinal.pdf>

Comissió Especial per l'estudi d'un Codi Ètic dels Consells d'Administració de les Societats. (26 de febrer de 1998). *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. CNMV.

<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>

Comissió Nacional del Mercat de Valors. (15 de juliol de 2016). *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»*.

<https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/guiacumplirexplicar.pdf>

Comissió Nacional del Mercat de Valors. (juny de 2020). *Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*.

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf

Comissió Nacional del Mercat de Valors. (2022). *Informes de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2022.*

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IARC_2022.pdf

Comissió Nacional del Mercat de Valors. (2022). *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación en 2022. Ejercicio 2022.*

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2022_ES.pdf

Comissió Nacional del Mercat de Valors. (s.f.). *Guía de CNMV: El accionista de una compañía cotizada.* https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G09_guiaaccionista.pdf

Comissió Nacional del Mercat de Valors. (s.f.). *Guía de CNMV: Sus derechos como inversor. La protección de MiFID.* https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G04_MiFID.pdf

Comissió Nacional del Mercat de Valors. (s. f.). *Funciones.*

<https://www.cnmv.es/Portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>

Comissió Olivencia. (1989). *Código para el Buen Gobierno de las Sociedades (Informe Olivencia).* <https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/govsocot.pdf>

Cuatrecasas. (28 de juny de 2023). *Sociedades cotizadas: nuevo estándar común de divulgación ESG.* <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/esg/art/sociedades-cotizadas-nuevo-estandar-comun-divulgacion-esg>

De las Heras López, R. (22 de juliol de 2020). *Responsabilidad por daños de los administradores de sociedades de capital* [Treball de final de grau, Universitat de Valladolid]. UVaDOC. https://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/46657/TFGD_00975.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Faus, M. (s.f.). *Sociedad anónima cotizada.* Vlex. <https://vlex.es/vid/sociedad-anonima-cotizada-380391078>

García Rodríguez, L. (2020). *El consejo de administración de las sociedades cotizadas: su funcionamiento a través de sus distintas comisiones en el marco de buen gobierno corporativo.* [Treball de final de màster, Universitat de Alcalá]. EBUAH. https://ebuah.uah.es/dspace/bitstream/handle/10017/46267/TFM_Garcia_Rodriguez_2020.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Gil Romero, I. (s.f.). *Por qué los criterios ESG están desbancando a las siglas RSC*. Diversidad e inclusión. Fundación Adecco. <https://fundacionadecco.org/azimut/de-la-rsc-a-los-criterios-esg/>

Giner Inchausti, B. (1995). *La Divulgación de Información Financiera: Una Investigación Empírica*. Institut de Comptabilitat i Auditoria de comptes (Ministeri d'Economia i Hisenda). <https://www.icac.gob.es/sites/default/files/202011/LA%20DIVULGACION%20DE%20INFORMACION%20FINANCIERA%20UNA%20INVESTIGACION%20EMPIRICA.pdf>

Gutiérrez Ponce, H., Chamizo González, J., Arimany Serrat, N. (2021). Transparencia de la información no financiera en las empresas del IBEX35 y del DAX30: el nuevo reporting integrado. *Contaduría y Administración*, 67 (1), pp. 305 a 331. <http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2022.2937>

Haro de Rosario, A., Alarcón Senent, F., Caba Pérez M. C. (2012). Los determinantes de la divulgación de información sobre responsabilidad social corporativa en el sector financiero: el caso español. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 20 (1) 189-205. <https://doi.org/10.18359/rfce.2192>

International Capital Market Association. (juny de 2021). *Principios de los Bonos Verdes. Guía del procedimiento voluntario para la emisión de bonos verdes*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/GreenBonds/Translations/2021/Spanish-GBP-2021.pdf?vid=2>

Nelson Mathew. (29 de noviembre de 2018). *¿Sus informes no financieros cuentan su historia de creación de valor?* EY. https://www.ey.com/es_ni/assurance/does-nonfinancial-reporting-tell-value-creation-story

Observatorio Español de la Financiación Sostenible. (2022). *Informe Anual OFISO: La financiación sostenible en España en 2022*. Bolsas y Mercados Españoles. <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Sostenibilidad/Informe-Anual-OFISO-La-Financiacion-Sostenible-Espana-2022.pdf>

OCDE (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. Éditions OCDE, Paris. <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

Rivero Torre, P. (2005). *Responsabilidad social y Gobierno corporativo: información y transparencia*. Dialnet. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2232816>

Rodríguez Castro, P.I., Martínez Martínez, D., Andrades Peña, J., Herrera Madueño, J., Narváez Aparicio, E. (2022). *La divulgación de los riesgos no financieros en las grandes corporaciones españolas: cotizadas vs. no cotizadas*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. <https://aeca.es/wp-content/uploads/ixjor/23.pdf>

Rodríguez Garzón, A. (2021). *La gestión de personas y los criterios ESG*. [Treball de final de màster, Universitat Internacional d'Andalusia]. Repositori UIA. <https://dspace.unia.es/handle/10334/6520>

Ruecker, B. (2 de novembre de 2022). *Integración financiera y no financiera*. KPMG. <https://www.tendencias.kpmg.es/2022/07/ventajas-integracion-financiera-no-financiera-informacion-corporativa/>

San Martín García, I. (2015). *El Gobierno de las sociedades cotizadas: Los Códigos de Buen Gobierno como herramienta para mejorar la transparencia y la eficacia empresarial*. [Treball de final de grau, Universitat Pontificia Comillas]. Repositori Comillas. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/6905>

Sevillano Durán, L. (abril de 2022). *Operaciones entre partes vinculadas en la sociedad cotizada*. [Treball de final de grau, Universitat Pontificia Comillas]. Repositori Comillas. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/58171/TFG%20Sevillano%20Duran%2c%20Laura.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Soengas Fernández, J.A.. (8 de novembre de 2022). *La transparencia de las sociedades cotizadas*. ILP Abogados. <https://www.ilpabogados.com/la-transparencia-de-las-sociedades-cotizadas/>

Spainsif. (2023). *La inversión Sostenible y Responsable en España en 2023. Estudio de Mercado*. https://www.spainsif.es/wpcontent/uploads/2023/10/Estudio_de_Mercado_2023_Spainsif.pdf

Tapia Hermida, A. J. (2007). *La transparencia de la solvencia de las sociedades cotizadas: el derecho de información de sus socios y el papel de las agencias de calificación crediticia*. Universitat Complutense de Madrid. <https://docta.ucm.es/rest/api/core/bitstreams/4c1e5658-867e-4d76-8038a4d668333dc4/content>

Tapia Hermida, A.J. (2010). *Las Sociedades Cotizadas: Noción Y Estatuto Jurídico*. Universitat Complutense de Madrid. <https://hdl.handle.net/20.500.14352/49295>

UNCTAD (Conferència de las Naciones Unidas sobre el Comerç i el Desenvolupament) (2017). *La función de la divulgación de información en la evaluación de riesgos y la potenciación de la utilidad de la presentación de información empresarial en la adopción de decisiones*. Ginebra. Publicació de les Naciones Unidas. TD/B/C.II/ISAR/82. https://unctad.org/system/files/official-document/ciisard82_es.pdf

Vicent Chulià, F. (23a ed.). (2012). *Introducción al Derecho Mercantil*. Tirant lo Blanch. https://cercabib.ub.edu/permalink/34CSUC_UB/acbrpu/alma991004276719706708

Vida, A. C., & Pinillos, A. A. (15 de febrer de 2022). *Información financiera VS información no financiera: cuestión de madurez*. E&Y. https://www.ey.com/es_es/rethinking-sustainability/iv-informe-comparativo-del-estado-de-la-informacion-no-financiera

Wolters Kluwer. (22 de setembre de 2022). *El EINF, Estado de Información No Financiera*. <https://www.wolterskluwer.com/es-es/expert-insights/el-einf-estado-de-informacion-no-financiera>

Zurita Vicioso, J. M. (10 de setembre de 2015). La Responsabilidad de los Administradores. *Revista Internacional de Doctrina y Jurisprudencia*. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5603773.pdf>

ANNEX A - LEGISLACIÓ

- **Normativa comunitària**

Directiva 2007/36/CE del Parlament Europeu i del Consell, de 11 de juliol de 2007, sobre l'exercici de determinats drets dels accionistes de societats cotitzades. *Diari Oficial de la Unió Europea*, L184, de 14 de juliol de 2007. <http://data.europa.eu/eli/dir/2007/36/oj>

Directiva 2013/34/UE del Parlament Europeu i del Consell de 26 de juny de 2013 sobre els estats financers anuals, els estats financers consolidats i altres informes afins de certs tipus d'empreses, per la qual es modifica la directiva 2006/43/CE del Parlament Europeu i del Consell i es deroguen les directives 78/660/CEE i 83/349/CEE del Consell. *Diari Oficial de la Unió Europea*, L189, de 29 de juny de 2013. <http://data.europa.eu/eli/dir/2013/34/oj>

Directiva 2014/65/UE del Parlament Europeu i del Consell, de 15 de maig del 2014, relativa als mercats d'instruments financers i per la qual es modifiquen la Directiva 2002/92/CE i la Directiva 2011/61/UE. *Diari Oficial de la Unió Europea*, L173/349, de 12 de juny de 2014. <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>

Directiva 2014/95/UE del parlament europeu i del consell de 22 d'octubre del 2014 per la qual es modifica la Directiva 2013/34/UE pel que fa a la divulgació d'informació no financera i informació sobre diversitat per part de determinades grans empreses i determinats grups. *Diari Oficial de la Unió Europea*, L330, de 15 de novembre del 2014. <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/95/oj>

Directiva (UE) 2017/828 del Parlament Europeu i del Consell de 17 de maig de 2017 per la qual es modifica la directiva 2007/36/CE pel que fa al foment de la implicació a llarg termini dels accionistes. *Diari Oficial de la Unió Europea*, L132, de 20 de maig de 2017. <http://data.europa.eu/eli/dir/2017/828/oj>

Reglament (UE) 2017/1129 del Parlament Europeu i del Consell de 14 de juny de 2017, sobre el fulletó que s'ha de publicar en cas d'oferta pública o admissió a cotització de valors en un mercat regulat i pel qual es deroga la Directiva 2003 /71/CE. *Diari Oficial de la Unió Europea*, L168, de 20 de juliol de 2017. <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>

Directiva (UE) 2022/2464 del Parlament Europeu i del Consell de 14 de desembre de 2022 per la qual es modifiquen el Reglament (UE) núm. 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/ CE i la Directiva 2013/34/UE, pel que fa a la presentació d'informació sobre

sostenibilitat per part de les empreses. *Diari Oficial de la Unió Europea*, L322, de 16 de desembre del 2022. <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj>

- **Fonts legislatives nacionals**
 - **Constitució Espanyola i normes amb rang de llei**

Constitució Espanyola. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 311, de 29 de desembre de 1978. [https://www.boe.es/eli/es/c/1978/12/27/\(1\)/con](https://www.boe.es/eli/es/c/1978/12/27/(1)/con)

Reial Decret Legislatiu 1/2010, del 2 de juliol, pel qual s'aprova el text refós de la Llei de Societats. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 161, de 03 de juliol de 2010. <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2010/07/02/1/con>

Llei 31/2014, del 3 de desembre, per la qual es modifica la Llei de societats de capital per a la millora del govern corporatiu. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 293, de 4 de desembre de 2014. <https://www.boe.es/eli/es/l/2014/12/03/31>

Llei 11/2018, de 28 de desembre, per la qual es modifica el Codi de comerç, el text refós de la Llei de societats de capital aprovat pel Reial decret legislatiu 1/2010, de 2 de juliol, i la Llei 22/ 2015, del 20 de juliol, d'Auditoria de Comptes, en matèria d'informació no financera i diversitat. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 314, de 29 de desembre de 2018. <https://www.boe.es/eli/es/l/2018/12/28/11>

Llei 5/2021, de 12 d'abril, per la qual es modifica el text refós de la Llei de societats de capital, pel que fa al foment de la implicació a llarg termini dels accionistes a les societats cotitzades. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 88, de 13 d'abril de 2021. <https://www.boe.es/eli/es/l/2021/04/12/5>

Llei/2021, de 20 de maig, de canvi climàtic i transacció energètica. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 121, de 20 de maig de 2021. <https://www.boe.es/eli/es/l/2021/05/20/7/con>

Llei 6/2023, de 17 de març, dels mercats de valors i dels serveis d'inversió. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 66, de 18 de març. <https://www.boe.es/eli/es/l/2023/03/17/6/con>

- **Normes reglamentaries, ordres i circulars**

Reial decret, de 22 d'agost, pel qual es publica el Codi de comerç. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 289, de 16 d'octubre de 1885. [https://www.boe.es/eli/es/rd/1885/08/22/\(1\)/con](https://www.boe.es/eli/es/rd/1885/08/22/(1)/con)

Reial decret 1784/1996, de 19 de juliol, pel qual s'aprova el Reglament del Registre Mercantil. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 184, de 31 de juliol de 1996.

<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1996-17533&p=20230614&tn=1#a338>

Reial decret 1362/2007, de 19 d'octubre, pel qual es desenvolupa la Llei 24/1988, de 28 de juliol, del Mercat de Valors, en relació amb els requisits de transparència relatius a la informació sobre els emissors els valors dels quals estiguin admesos a negociació en un mercat secundari oficial o en un altre mercat regulat de la Unió Europea. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 252, de 20 d'octubre de 2007.

<https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/10/19/1362>

Reial decret 1514/2007, de 16 de novembre, pel qual s'aprova el Pla general de comptabilitat. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 278, de 20 de novembre de 2007.

<https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/11/16/1514/con>

Ordre EHA/3050/2004, de 15 de setembre, sobre la informació de les operacions vinculades que han de subministrar les societats emissores de valors admesos a negociació en mercats secundaris oficials. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 233, de 27 de setembre de 2004.

<https://www.boe.es/eli/es/o/2004/09/15/eha3050/con>

Ordre ECC/461/2013, de 20 de març, per la qual es determinen el contingut i l'estructura de l'informe anual de govern corporatiu, de l'informe anual sobre remuneracions i d'altres instruments d'informació de les societats anònimes cotitzades, de les caixes de estalvis i altres entitats que emetin valors admesos a negociació en mercats oficials de valors. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 71, de 23 de març de 2013. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2013-3212>

Circular 3/2015, de 23 de juny, de la Comissió Nacional del Mercat de Valors, sobre especificacions tècniques i jurídiques i informació que han de contenir les pàgines web de les societats anònimes cotitzades i les caixes d'estalvis que emetin valors admesos a negociació a mercats secundaris oficials de valors. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 190, de 10 d'agost de 2015.

<https://www.boe.es/eli/es/cir/2015/06/23/3>

Circular 3/2018, de 28 de juny, de la Comissió Nacional del Mercat de Valors, sobre informació periòdica dels emissors amb valors admesos a negociació en mercats regulats relativa als informes financers semestrals, les declaracions intermèdies de gestió i, si escau, els informes financers trimestrals. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 160, de 3 de juliol de 2018. <https://www.boe.es/eli/es/cir/2018/06/28/3>