



**FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS**

**OBSERVATORIO DE GOBIERNO
CORPORATIVO Y TRANSPARENCIA
INFORMATIVA DE LAS SOCIEDADES
COTIZADAS EN EL MERCADO CONTINUO
ESPAÑOL.
2007**

PAPELES DE LA FUNDACIÓN N.º 22



III. INFORME DE VALORACIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO

La Fundación de Estudios Financieros presenta una nueva edición de su Observatorio de Gobierno Corporativo, que describe la situación de buen gobierno de las empresas cotizadas españolas a 31 de diciembre de 2006.

El año 2006 constituye un período de transición, pues a mediados de año (exactamente el 19 de mayo) se publicó el nuevo Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG), cuyas recomendaciones suponen un significativo incremento en el nivel de exigencia para el gobierno de las sociedades cotizadas. Será, pues, durante el año 2008 cuando la situación de transitoriedad desaparezca y las sociedades puedan optar por la alternativa de aceptar las recomendaciones del nuevo Código o explicar adecuadamente la adopción de otros criterios.

La gran virtud del Observatorio de Gobierno Corporativo es su objetividad: la labor del equipo académico dirigido por el Profesor Rafel Crespí ha consistido en compilar los datos publicados oficialmente por las empresas cotizadas – 126 en total – y a sistematizarlos estadísticamente. La Fundación ya había realizado el mismo estudio en los dos ejercicios precedentes, con lo que se ha ganado la perspectiva de un trienio, y la posibilidad de hacer comparaciones. Además el Profesor Crespí ha ido desarrollando y sofisticando su análisis estadístico y hoy es capaz de extraer de los datos conclusiones más precisas.

A la vista del Observatorio 2007, ¿ha mejorado el buen gobierno de las empresas españolas? ¿Dónde están los puntos fuertes y dónde los puntos flacos de nuestro sistema? Para contestar a estas preguntas, es necesario distinguir entre los dos grandes grupos de interesados en los temas del buen gobierno: los accionistas y los administradores.

Concentración de la propiedad

Una de las características más significativas de nuestra bolsa es la alta concentración de la propiedad en las sociedades cotizadas: la participación accionarial media del mayor accionista es del 35,5% del capital social, la de los tres primeros accionistas del 48,3% y la de los cinco mayores accionistas del 52,4%. Estos datos se mantienen constantes a lo largo del último trienio, por lo que parece que la concen-



tración no se está incrementando y reflejan la estabilidad que caracteriza, en líneas generales, a la estructura accionarial de las sociedades cotizadas españolas.

Esta es la realidad y hay que tomarla como un dato. No obstante, esta alta concentración no significa que no se produzcan cambios significativos en la titularidad de las acciones. Durante el año 2006, cambios de titularidad del 25% del capital o superiores afectaron a un 15,1% de las empresas cotizadas.

Blindajes estatutarios

Un posible freno a la existencia de un mercado de control activo lo constituyen las barreras estatutarias o blindajes que dificulten una posible OPA y el consiguiente cambio de control. La Recomendación 1ª del CUBG desaconseja las limitaciones en el número de votos que puede emitir un mismo accionista y otras restricciones a la toma de control. Al día de hoy, son varias las sociedades cotizadas que no cumplen con esta recomendación (el 13% tiene límite de votos, el 22% exige un quorum reforzado en la constitución de la Junta, un 13% una mayoría cualificada para adoptar acuerdos). Entre todas las empresas cotizadas, son las pertenecientes al Ibex aquéllas en las que los blindajes son más frecuentes (los porcentajes son del 29%, 26% y 23%, respectivamente).

Operaciones vinculadas

Un mercado con la propiedad concentrada, como el español, puede facilitar la posibilidad de que los accionistas de control utilicen su dominio sobre la sociedad, para conseguir operaciones vinculadas, oportunidades de negocio y operaciones societarias dilutivas. No obstante, es importante distinguir entre las operaciones vinculadas perjudiciales para el resto de los socios de las que no lo son (por ejemplo, las realizadas dentro del giro o tráfico ordinario y en condiciones de mercado). Controlar este fenómeno, que desde un trabajo académico de La Porta y López de Silanes a principios de este siglo, se conoce como "*Tunneling*", requiere que las operaciones con socios se aprueben a través de procedimientos internos de control y que se les dé publicidad, para que puedan ser conocidas por los restantes accionistas y por el mercado.

La Rec. 8ª CUBG prevé que las operaciones vinculadas con accionistas significativos por regla general se autoricen por el Consejo, previo informe del Comité de



Auditoría y que los consejeros afectados no voten y se ausenten de la reunión en la que se traten. Además, en su informe anual de gobierno corporativo, las compañías cotizadas tienen que detallar individualizadamente las operaciones vinculadas relevantes que han realizado. El CUBG ha propuesto una reforma legal de esta materia porque la definición legal de operación relevante dista mucho de ser clara.

Por ello, en esta materia, el Observatorio se ha tenido que circunscribir a un análisis agregado de las operaciones vinculadas realizadas en 2006 por empresas cotizadas. Dos conclusiones llaman la atención: la primera, que el número de empresas que realizan operaciones vinculadas con accionistas significativos va en aumento; hemos pasado de 52 sociedades en 2004, a 64 en 2005 y a 72 en 2006 –un incremento del 38% en tres años–. Recuérdese que en el mismo trienio la concentración en la propiedad se ha mantenido estable.

Existe, sin embargo, una segunda conclusión de signo contrario: el importe en Euros de las operaciones vinculadas declaradas ha bajado significativamente del año 2005 al 2006 (de 957M€ a 701M€). ¿Cómo explicar esta antinomia? Pues parece deberse a que los importes declarados tienen naturaleza muy diferente, dependiendo de que se trate de operaciones comerciales (el precio) o financieras (el principal). Unas pocas operaciones financieras de alto valor pueden desvirtuar totalmente los resultados y por ello las cifras medias de operaciones vinculadas carecen realmente de significado. Además, la ponderación que ha asignado el Grupo de Consulta del Observatorio a las variables que recogen este tipo de operaciones es la más baja de las posibles, lo que significa que los expertos les conceden relativa importancia en el contexto global del buen gobierno.

Mirando hacia el futuro, se advierte aún un cierto déficit de información en este área, lo que supone que, hoy por hoy, el análisis realizado por el Observatorio no llega en éste a tener la profundidad que sí alcanza en otros aspectos del buen gobierno. En todo caso y en un mercado con tal presencia de accionistas de control, las operaciones entre éstos y las propias sociedades son una fuente de potenciales conflictos de intereses.

Los administradores

Hasta aquí el análisis de las conclusiones más destacadas relativas a accionistas. Pasemos ahora a aquéllas que afectan a los administradores, empezando con



La composición del Consejo

La composición del Consejo apenas ha sufrido variaciones durante el año 2006. En esto existe una simetría con la estructura del accionariado. El número medio de consejeros se mantiene prácticamente inalterado en 10,9 (10,8 en 2005), dentro de la horquilla de 5 - 15 recomendada por el CUBG. Las medias ocultan, sin embargo, un dato destacable: dentro de las sociedades del Ibex35, un 40% de ellas tenían consejos con más de 15 miembros, de lo que las sociedades concernidas deberán dar cuenta dentro del principio de "cumplir o explicar".

De estos casi 11 miembros que de media componen el consejo, las sociedades declaran que un 21% son ejecutivos, un 43% dominicales y un 32% independientes. Se cumple pues, a nivel global, y tomando como buenas las declaraciones de las propias empresas, la Rec. 13ª CUBG en la que se exige que el número de consejeros independientes represente al menos un tercio del total.

Los consejeros independientes

El equipo de investigadores ha querido analizar, por primera vez, si los consejeros declarados como independientes por las empresas, realmente merecen este calificativo. Para ello ha definido, entre otros posibles, siete criterios, objetivamente medibles de acuerdo con la información pública facilitada por las propias sociedades, que, de no cumplirse, podrían poner en duda el carácter independiente de los administradores. Conviene señalar que este test se ha realizado aplicando algunas exigencias del CUBG (y también algunas recomendaciones) a la situación de las empresas en 2006, antes de la entrada en vigor del CUBG. Los criterios son los siguientes:

1. Que el nombramiento o la renovación hayan sido a propuesta de la Comisión de Nombramientos (Rec. 27ª CUBG).
2. Que no lleven más de 12 años en el cargo (Rec. 29ª CUBG).
3. Que no realicen operaciones vinculadas relevantes con la sociedad (Def. 5ª b) y e) CUBG).
4. Que no ostenten cargos en empresas que sean accionistas significativos de la sociedad cotizada (Def. 5ª i) CUBG).



5. Que no mantengan otras relaciones relevantes con accionistas significativos (Def. 5ª i) CUBG).
6. Que no ostenten cargos de administrador o directivo en otras sociedades que formen parte del grupo de la sociedad cotizada (Def. 5ª a) CUBG).
7. Que se trate de personas físicas (implícito en Def. 5ª CUBG).

El resultado de aplicar estos siete criterios a los consejeros oficialmente declarados como independientes es llamativo: de los 3,56 consejeros independientes que, de media, las sociedades catalogan como independientes, únicamente 1,17 reúnen los requisitos mínimos considerados por el equipo de investigadores. Para decirlo en sentido inverso: 2/3 de los consejeros catalogados como independientes no pasarían un test objetivo de estas características para poder ser considerados como tales.

De los siete criterios definidos, el más restrictivo sería el primero: que en el nombramiento o en la renovación hayan sido propuestos por la Comisión de Nombramientos. A su vez, este criterio es significativo: un consejero independiente que haya sido escogido y propuesto por cualquier otra vía, podría deber su nombramiento a quién le nombró, lo que podría lastrar su independencia real, por mucho que cumpla todos los restantes requisitos. Por ello, la Rec. 27 CUBG recomienda que para ser consejero independiente la selección y propuesta haya sido realizada por un órgano independiente. Considerando únicamente el criterio de su nombramiento, los 3,56 consejeros independientes que las sociedades de media han declarado quedan reducidos a 1,93, ya que casi uno de cada dos consejeros independientes no ha sido nombrado a propuesta de la Comisión de Nombramientos.

Los datos ciertamente inducen a reflexión. Tanto que el equipo de investigadores se ha planteado la duda de si pudieran ser el resultado de que, cuando se hubieran nombrado a los consejeros por última vez, hace varios ejercicios, la sociedad aún no tuviera creada una Comisión de Nombramientos.

Para resolver esta cuestión, el informe ha revisado los casos de los 87 consejeros independientes nombrados durante el ejercicio 2006. ¿Dará esta muestra unos resultados análogos? La respuesta es afirmativa. De los 87 nuevos consejeros independientes de la hornada 2006, únicamente 25 (un 29%) superan todos los criterios de independencia que se han considerado. Y únicamente 43 (un 49%) cumplen el criterio núm. 1, haber sido propuestos por la Comisión de Nombramientos. /



Entre estos 87 consejeros oficialmente declarados como independientes durante 2006, se han identificado 13, que ya eran consejeros de la sociedad en el año 2005, pero entre ellos los hay que entonces fueron catalogados en la categoría de dominicales o ejecutivos, sin esperar al plazo de cinco años recomendado para que esta transformación se produzca.

La remuneración del Consejo

La retribución media de los consejos de administración sufrió un fuerte aumento en el año 2006. Pasó de ser, para el conjunto de las sociedades cotizadas, de 2.655.423€ en el año 2005 a 3.246.094€ en el año 2006 - un incremento del 22%. Si comparamos los ejercicios 2004 y 2005, el incremento ya había sido del 10%. El ritmo de incremento por lo tanto se duplicó. Como es lógico, estas medias se componen de datos con gran dispersión: así, mientras en las empresas del Ibex35 la remuneración media total del consejo llegó a 7,2M€, en las cotizadas de menor tamaño no sobrepasó los 0,6M€.

Las cifras de retribución señaladas están basadas en la remuneración total satisfecha, incluyendo el valor de las opciones ejercitadas durante el año. No están incluidos, sin embargo, los préstamos y anticipos, las primas de seguros de vida, las aportaciones a fondos y planes de pensiones, que en ocasiones pueden constituir una parte importante del paquete global. Mirando hacia el futuro, sería conveniente que la CNMV definiera un sistema, de forma que todas las remuneraciones puedan ser fácilmente comparables - al estilo de la "*Summary compensation table*" impuesta por la SEC norteamericana.

Los consejeros ejecutivos

También son muy relevantes los datos desagregados ofrecidos por el Observatorio: la remuneración media de un consejero ejecutivo es de 1.010.000€ (2.009.000€ en las sociedades del Ibex35), mientras que la de los dominicales (77.000€, 116.000€ en el Ibex35) y la de los independientes (78.000€, 130.000€ en el Ibex35) es significativamente más moderada. Hay otro dato destacable: la remuneración de los consejeros ejecutivos se ha incrementado un 30% respecto del 2005, mientras que la remuneración de los restantes consejeros prácticamente se ha mantenido sin cambio.



La comparación de la remuneración entre los ejecutivos consejeros, y los ejecutivos de primer nivel que no son administradores es igualmente interesante. La remuneración media de los altos directivos no consejeros es de 358.000€, mientras que, como ya se dijo, la remuneración media de un consejero ejecutivo es de 1.010.000€ –casi tres veces más–. En las sociedades del Ibex35 la situación es aún más acentuada: la remuneración de los directivos no consejeros es de 643.000€, mientras que la de los ejecutivos consejeros asciende a 2.009.000€ –más de tres veces superior–. Un último dato: en 2006 la remuneración de los máximos ejecutivos no consejeros aumentó un 13% respecto a 2005.

No obstante, los incrementos de la remuneración de los consejeros ejecutivos parecen guardar cierta relación con la evolución de los beneficios de las sociedades incluidas en el estudio: ha pasado de 37.918M€ en 2005 a 49.304M€ en 2006 para el conjunto de sociedades¹, un aumento del 30%, mientras que las remuneraciones de los consejeros ejecutivos se incrementaron, en igual cuantía, en un 30%. No obstante, es cierto que en esta materia, las sociedades han de actuar con criterios de gestión empresarial y están, en todo caso, sometidas al juicio de los accionistas y de los mercados en los que cotizan.

Será muy interesante analizar los resultados del año 2007, primero en el que el CUBG habrá entrado plénamente en vigor. Este Código ha introducido una serie de recomendaciones, que pretenden dotar de mayor independencia al proceso de fijación de remuneraciones, y de mayor transparencia a los resultados. Habrá, pues, que esperar al Observatorio del año próximo para poder valorar los resultados.

Información sobre la remuneración

La información que las empresas cotizadas facilitan sobre la remuneración de sus consejeros, ha mejorado, pero sigue siendo insuficiente. La Rec. 41ª del CUBG indica que las compañías han de individualizar la remuneración de cada uno de los consejeros. En la práctica, las compañías desglosan las remuneraciones por tipos de consejero, pero únicamente un 28,57% informa individualizadamente.

¹ Datos publicados por la revista Bolsa, marzo 2007.



Otras formas de retribución

Existen dos vías adicionales, a través de las cuales los consejeros podrían realizar operaciones mercantiles o ser retribuidos por sus sociedades: la primera son las operaciones vinculadas y la segunda los blindajes para el caso de cambio de control. Ambas fórmulas deberían respetar las recomendaciones del CUBG.

El número de sociedades que realizan operaciones con directivos y administradores (42) y el importe de las operaciones (58M€) se ha mantenido prácticamente estable del ejercicio 2005 al 2006. Este tipo de operaciones ciertamente tiene menos trascendencia económica que las operaciones vinculadas realizadas con accionistas significativos, que han sido efectuadas por 72 sociedades y cuyo volumen es 12 veces superior. No obstante, deben ser objeto, naturalmente, de la mayor transparencia.

Otra forma de remuneración está constituida por blindajes a favor de los consejeros ejecutivos para el caso de despido por cambio de control. El Observatorio ha calculado que un 53% de las sociedades cotizadas tienen en vigor pactos de este tipo. En el caso de las empresas del Ibex35, el porcentaje llega hasta un 80%. En el análisis interanual, no se aprecia una disminución de esta clase de protecciones, registrándose incluso un aumento en las empresas de elevada capitalización. De acuerdo con el CUBG, los blindajes deben ser aprobados por el Consejo (Rec. 35ª) y sometidos a un voto de carácter consultivo por la Junta (Rec. 40ª). Probablemente debido al carácter novedoso de esta recomendación, no se ha detectado ningún caso de blindaje aprobado por la Junta en 2006 (aunque hubo uno en 2005) y existen un 9,5% de sociedades, en las cuales los blindajes no fueron aprobados por el Consejo de Administración.

En resumen

El año 2006 ha sido un año de transición, en el que el CUBG ya estaba publicado y las empresas cotizadas se encontraban en su proceso de adaptación. Junto a mejoras evidentes en general, aún se perciben -salvando excepciones- amplios márgenes de mejora en la gobernanza de las empresas cotizadas.

Entre los avances cabe destacar los siguientes:



- a) De las valoraciones realizadas por el Observatorio a nivel agregado se desprende que el grado de homogeneización alcanzado en cuanto al gobierno corporativo es alto, lo que denota una gran preocupación de las sociedades cotizadas españolas por esta materia en los últimos años.
- b) Se observan mejoras en las variables relativas a la composición, comisiones y funcionamiento del Consejo de Administración. En especial, en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones se han producido considerables avances, según las mediciones del Observatorio.
- c) Las sociedades que se dotaron de nuevos reglamentos del Consejo de Administración para adaptarlos a las recomendaciones del CUBG fueron numerosas (más de 50 según los datos del Observatorio), por lo que es de prever una respuesta positiva a las mismas cuando se informe por primera vez en 2008.
- d) La valoración global del gobierno corporativo es positiva teniendo en cuenta, además, que se refiere a un momento de transición como el actual.

A pesar de estos avances, a la luz de los resultados del Observatorio de Gobierno Corporativo, las sociedades cotizadas españolas deberían centrar sus esfuerzos, entre otras, en las siguientes acciones:

- a) Someter siempre a los controles específicos las operaciones vinculadas con accionistas significativos. Estas operaciones deben ser autorizadas por el Consejo, previo informe del Comité de Auditoría, ausentándose y absteniéndose de las reuniones en que se traten los consejeros afectados y reseñadas individualizadamente en el informe anual de gobierno corporativo.
- b) Extremar las cautelas en la designación o renovación de consejeros independientes, de forma que cumplan la letra y el espíritu las recomendaciones del CUBG, o se explique adecuadamente el criterio seguido, si no se adoptan aquellas.
- c) Los incrementos en la remuneración de los consejeros ejecutivos deberían regirse, en primera instancia, por el criterio de la moderación. A su vez deberían guardar relación con la evolución de los rendimientos de la sociedad, salvo que razones empresariales o de mercado aconsejen otra cosa, y mantener una proporción razonable con los de los altos ejecutivos que no sean consejeros.



- d) La política de retribución de los consejeros, debería ser detallada, pública, aprobada por el Consejo y sometida a votación consultiva en la Junta General; la remuneración de cada consejero desglosada por categorías, así como los blindajes de los que se beneficie y las operaciones vinculadas realizadas entre cada consejero y la propia sociedad, deberían publicarse de forma individualizada.

Juan Fernández-Armesto