



**FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS**

**OBSERVATORIO DE GOBIERNO
CORPORATIVO Y TRANSPARENCIA
INFORMATIVA DE LAS SOCIEDADES
COTIZADAS EN EL MERCADO
CONTINUO ESPAÑOL.
2008**

Ponente del Informe de Valoración de Gobierno Corporativo
Juan Fernández-Armesto, Catedrático de Derecho Mercantil,
Universidad Pontificia de Comillas/ICADE

Director del Equipo de Investigación
Rafel Crespí Cladera, Catedrático del Departamento de Economía
de la Empresa, de la Universitat de les Illes Balears

PAPELES DE LA FUNDACIÓN N.º 29



III. INFORME DE VALORACIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO 2008

2008 es un año crucial para el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Hace dos años se aprobó un nuevo Código de Buen Gobierno (llamado oficialmente Código Unificado, pero conocido oficiosamente como Código Conthe). En el año 2007 las sociedades quedaron obligadas o bien a cumplirlo, o bien a explicar los motivos que justificaran la no observancia. La información sobre qué principios se han acogido, y las explicaciones sobre las causas de aquéllos otros desestimados o que no se cumplen en su totalidad, se halla en los Informes Anuales de Gobierno Corporativo («IAGC»), que todas las empresas cotizadas han tenido que aprobar y publicar a lo largo del año 2008.

Por cuarto año consecutivo, el Prof. Rafel Crespi y su equipo han recogido, tabulado y analizado los datos publicados en estos Informes por 135 empresas cotizadas españolas. La gran virtud del Observatorio de Gobierno Corporativo es su objetividad: la base informativa utilizada es la facilitada por las propias empresas. Con la experiencia acumulada con los años, el Prof. Crespi ha sido capaz de extraer de estos datos una serie de conclusiones, que resaltan los avances y las carencias, las luces y las sombras del buen gobierno de las empresas españolas.

A. LA ACEPTACIÓN DEL CÓDIGO UNIFICADO

La principal cuestión que el Observatorio plantea es si las empresas españolas han aceptado o no el conjunto de las recomendaciones del Código Unificado («CUBG»). La cuestión es importante: las regulaciones blandas, que no se imponen a través del poder imperativo del Estado, sólo llegan a modificar pautas de comportamiento, si son aceptadas como razonables y convincentes por la comunidad a la que van dirigidas. ¿Qué ha ocurrido con el CUBG?



En un primer análisis, de carácter cuantitativo, los resultados no pueden ser más halagüeños: el promedio de cumplimiento del total de las 58 Recomendaciones contenidas en el CUBG asciende al 73%, siendo incluso mayor para las sociedades del IBEX y las de mayor tamaño. Un 9% de las Recomendaciones se cumple parcialmente, y únicamente un 10% se incumple¹. Las sociedades cotizadas españolas declaran pues haber aceptado y estar cumpliendo fielmente en un 80% los principios contenidos en el Código Unificado. Y en amplias áreas del gobierno corporativo esto es cierto, y se ha traducido en significativas mejoras:

- ha mejorado la proporcionalidad entre consejeros dominicales e independientes y el capital que representan;
- se ha incrementado significativamente el número de sociedades que establecen limitaciones al mandato de los consejeros independientes;
- ha aumentado la presencia de mujeres en los Consejos;
- ha aumentado el número de consejeros propuestos por una Comisión de Nombramientos y Retribuciones;
- ha aumentado el número de sociedades que han adoptado alguna medida para controlar los riesgos derivados de la concentración de poder en el Presidente;
- durante el 2007 la proporción de consejeros independientes designados que no se ajustan completamente a la definición legal ha disminuido significativamente;
- ha aumentado significativamente el número de empresas que someten el funcionamiento de su Consejo a una evaluación anual;

Estas mejoras han influido positivamente en la valoración ponderada que el Observatorio realiza de las prácticas de las empresas. El Observatorio diferencia entre estructura de propiedad, composición del Consejo, comisiones del Consejo, funcionamiento del Consejo, remuneración del Consejo, derechos de los accionistas, independencia de la sociedad e información. Las estadísticas muestran que en casi todos estos apartados se han producido avances importantes durante el año 2007 –y muy especialmente en la composición y en el funcionamiento del Consejo. Para poner un ejemplo, el índice de valoración en las prácticas de funcionamiento del Consejo ha pasado en un año de 60.05 a 80.16– una subida de nada menos que un 33%.

¹ Adicionalmente, existe un 8% de casos en que una Recomendación «no aplica».



B. Y SU NO SEGUIMIENTO EN CIERTOS PUNTOS

A pesar de esta valoración general positiva, existen ciertas Recomendaciones que no son aceptadas en todo o en parte por un gran número de sociedades:

- casi la mitad de las sociedades no sigue la Recomendación de que el número de consejeros independientes represente al menos un tercio del total de consejeros (Recomendación 13, aceptación 55%);
- una mayoría de sociedades no considera la Recomendación de que se cree una Comisión de Nombramientos y Retribuciones, que sea la que proponga candidatos a consejeros independientes y que la mayoría de sus miembros sea consejero independiente (Recomendación 44, aceptación 45%; Recomendación 54, aceptación 52%);
- más de la mitad de las sociedades no adoptan medidas de contrapeso, para limitar la acumulación de poder que se produce cuando el Presidente es también primer ejecutivo (Recomendación 17, aceptación 45%);
- la Recomendación menos seguida, que más de dos tercios de las sociedades declaran no haber aceptado, es la que exige que se individualicen las remuneraciones de todos los consejeros (Recomendación 41, aceptación 33%);
- algo similar ocurre con la Recomendación que pretende que el Consejo someta a la Junta un informe sobre la política de retribución de los consejeros, y que la Junta lo someta a un voto consultivo (Recomendación 40, aceptación 35%).

El no seguimiento de las Recomendaciones se concentra pues en tres áreas: la elección de los consejeros independientes y su presencia en el Consejo, los poderes del Presidente ejecutivo y la transparencia de las remuneraciones que perciben los consejeros. En estas áreas, aunque se han producido avances durante el ejercicio 2007, aun existen reticencias recurrentes a aceptar estas prácticas de gobierno corporativo.

C. LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES

Una de las características especiales del Código Unificado radica en que, aunque su carácter es voluntario, algunas de sus definiciones son obligatorias. Entre ellas está la de consejero independiente: las sociedades no pueden clasificar como independientes a las personas que no reúnan los requisitos señalados en el CUBG. Adicionalmente, la Recomendación 28 propone que los consejeros independientes no permanezcan durante un periodo continuado de más de 12 años.



En el IAGC de 2007 es la primera vez que las compañías tuvieron que aplicar la definición legal de consejero independiente. Como consecuencia de ello, se produjo una reclasificación de consejeros, y el número medio de consejeros independientes se redujo ligeramente (de 3,56 por sociedad en 2006 a 3,35 en 2007).

El Observatorio se ha marcado como tarea, mediante una serie de controles indirectos, ahondar en estos aspectos. Para ello, y a diferencia del trabajo que se realizó en el año pasado cuando el CUBG no era vinculante, se han considerado 3 criterios objetivamente medibles (uno de ellos de obligado cumplimiento) de acuerdo con la información pública facilitada por las propias sociedades. Estos criterios han sido:

1. Que el nombramiento del consejero independiente haya sido a propuesta de la Comisión de Nombramientos. Hay que tener en cuenta que aunque este es un requisito formal, se da la circunstancia de que muchos de los actuales consejeros independientes fueron nombrados cuando todavía no existía esta Comisión.
2. Que no lleven más de 12 años en el cargo (Recomendación nº 28).
3. Que se trate de personas físicas.

Para realizar esta labor de comprobación, el equipo investigador únicamente ha echado mano de información contenida en otros apartados del propio informe de IAGC. Con esta información el Observatorio ha comprobado los requisitos citados que deberían cumplir los consejeros independientes. El Observatorio obtiene que el 36,9% de los consejeros independientes no se ajustarían a alguno de estos 3 criterios. En concreto, el primero de ellos se cumple para el 73,6% de los consejeros independientes declarados por la sociedad en 2007 (54,1% en el 2006), y a su vez, todos los nuevos consejeros nombrados en 2007 cumplieron el requisito.

Es de resaltar que en el año 2006, el número de consejeros independientes que incumplía alguno de los criterios señalados era del 55,6%, con lo que se ha producido pues un avance muy significativo de un año a otro.

Se impone la conclusión que las sociedades españolas deben seguir incrementando el rigor con el que clasifican a sus consejeros como independientes, y aunque los nuevos consejeros nombrados en 2007 se ajustan a esta definición, queda todavía margen de mejora para los que fueron nombrados anteriormente. Sería preferible tener menos consejeros independientes, pero que éstos sean irreprochables desde el punto de vista formal.



D. LA REMUNERACIÓN DE LOS CONSEJEROS

Empecemos con una noticia positiva: la retribución media de los consejos de administración durante el ejercicio de 2007 no ha crecido, sino que se ha mantenido estable en 3,3 M€ Esta moderación contrasta con los ejercicios anteriores, en los que se habían producido incrementos del 10% y del 22%. Pero es más, expresada como porcentaje sobre los beneficios (suma de beneficios y pérdidas), la remuneración de los administradores ha vuelto a descender, y ahora solo representa un 0,79% (0,83% en 2006). Este promedio encierra, sin embargo, grandes divergencias, pues en las sociedades del IBEX se reduce al 0,55%, mientras que aumenta al 33,37% en las sociedades de reducida capitalización, si bien en este último caso el porcentaje se reduce al 10% del beneficio para las sociedades que lo tienen positivo.

La moderación se extiende también a los consejeros ejecutivos, cuya remuneración media anual se ha incrementado únicamente de 1.010.000 € a 1.023.000 € (un 1%; el incremento había sido del 30% en 2006); para los altos directivos, que reportan al Consejo, la situación aun ha sido peor, pues sus salarios medios han bajado de 358.000 € a 351.000 €.

En el año 2007 se ha repetido el fenómeno, ya advertido en ejercicios precedentes, de incremento de la brecha entre la remuneración de los ejecutivos consejeros y los salarios de los directores generales que les reportan. El incremento de la brecha es especialmente llamativo en las empresas del IBEX (1.637.000 € en 2007 - en 2006 era de solo 1.366.000 €) pues representa un 20%, y se debe al incremento de las remuneraciones de los consejeros ejecutivos (de 2.009.000 € a 2.264.000 €); los sueldos de los directores generales del IBEX incluso descendieron (de 643.000 € a 627.000 €).

El Observatorio ha intentado estudiar si la mayor retribución media de los consejeros ejecutivos, comparada con la de los directores generales, está relacionada con el beneficio de la sociedad. Para ello desarrolló un modelo de regresión, llegando a la conclusión que efectivamente existe una relación positiva, y que por cada millón de € de beneficio, la brecha se incrementa en 372 €. Pero esta correlación positiva solo explica el 14% de la diferencia - el 86% de la variabilidad no queda explicado por mayores niveles de beneficios. En realidad, la brecha entre consejeros ejecutivos y directores generales, y su progresivo incremento, requeriría una investigación adicional para poder extraer conclusiones.

La Recomendación 41 CUBG exige que las compañías individualicen la remuneración de cada uno de los consejeros. Esta Recomendación, como hemos visto, continúa sien-



do la menos seguida. Únicamente un 33% de las sociedades informa individualmente de las remuneraciones que reciben sus consejeros – aunque supone un avance (en 2006 informaron un 29%), la cifra sigue siendo insuficiente.

E. LA FALTA DE HOMOGENEIDAD DE LAS CIFRAS

El Observatorio ha resaltado, un año más, que los consejeros son remunerados con otros beneficios que no se incluyen en las cifras oficiales. Existen otras fórmulas retributivas, fondos de pensiones y primas de seguros de vida a favor de consejeros, que no están incluidas en las cifras globales de remuneración que se publican.

Para remediar esta situación, el Observatorio ha encargado este año un estudio especial a un grupo de expertos bajo la supervisión de Javier Monzón de Cáceres, miembro de la Comisión Ejecutiva de la FEF. El estudio elabora una meditada propuesta para que las sociedades valoren y publiquen la información relativa a la retribución de forma homogénea y sistemática – al estilo de las «*Summary Compensation Tables*» americanas.

El trabajo de este grupo de expertos es especialmente meritorio, pues representa una propuesta que surge espontáneamente de la propia sociedad civil, con la finalidad de definir una «buena práctica» en un área tradicionalmente opaca. Es una contestación desde el propio sector de las sociedades cotizadas, a la demanda social de mayores niveles de transparencia. Es de esperar que una amplia mayoría de empresas cotizadas hagan suya esta propuesta, y a partir del año 2008 valoren y publiquen la remuneración de sus consejeros adoptando la metodología propuesta por la Fundación de Estudios Financieros.

F. CUMPLIR O EXPLICAR

El Código Unificado es voluntario. Las sociedades cotizadas tienen que cumplir la Ley, pero no están obligadas a someterse a las Recomendaciones del CUBG. Su única obligación, si deciden apartarse de las Recomendaciones, consiste en explicar su decisión en el Informe Anual, para que los inversores puedan hacerse un juicio. El Observatorio ha recopilado y publica algunas de las explicaciones ofrecidas por las sociedades, referentes a las Recomendaciones más incumplidas. Las explicaciones pueden dividirse en varias categorías.



En primer lugar están las respuestas que aceptan la Recomendación, y que explican que la sociedad está adoptando las medidas adecuadas para darle cumplimiento en un futuro inmediato.

Así, en materia de control y gestión de riesgo, una sociedad indica que «*la presente recomendación se incorporará al Reglamento del Consejo, una vez aprobada por el Consejo...*». Otra dice, con encomiable honestidad que

«dispone de un sistema de control interno a fin de controlar los principales riesgos de la sociedad y su grupo. No obstante, está pendiente el nombramiento del responsable de auditoría interna para que proceda a adaptar las políticas de control y gestión de riesgos de la sociedad a lo previsto en esta Recomendación»

También resulta muy correcta la siguiente contestación dada en relación a la Recomendación de que se incremente el número de mujeres consejeros:

«La Comisión de Nombramientos y Retribuciones ha solicitado y evaluado la base de datos confeccionada por la Fundación de Estudios Financieros relativa a los curriculum de mujeres idóneas para consejos de administración de cotizadas. La Comisión de Nombramientos y Retribuciones ha recomendado tener en cuenta esta base de datos cuando surja una vacante como consejero independiente».

Existe un segundo tipo de respuesta, que también cumple adecuadamente su función. Son aquéllas que explican por qué, en las concretas circunstancias de la sociedad, una determinada Recomendación no resulta apropiada. Así, una sociedad ha justificado el no cumplimiento de la Recomendación de que exista un consejero independiente que actúe como contrapeso al Presidente ejecutivo, con el argumento que

«todos los Consejeros, independientes como dominicales, pueden solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día»

Otro ejemplo, en materia de remuneración:

«aunque no puede afirmarse que se cumple formalmente esta Recomendación, la transparencia en materia de política de retribuciones ... es máxima, al reservarse a la Junta ... la capacidad de establecer la remuneración de los miembros del Consejo...»



Existe, finalmente, un tipo de respuesta, en el que la sociedad expresa su diferencia de criterio respecto a la Recomendación. Algunos ejemplos.

En relación con la elección de mujeres, una sociedad justifica la ausencia de consejeras con esta argumentación:

«No se considera que el sexo, masculino o femenino, deba ser un motivo de selección de consejeros si bien es de destacar que la sociedad ... tiene entre sus empleados un alto número de mujeres»

O bien esta explicación referente a la Recomendación de que anualmente se evalúe al Presidente:

«Dada la alta cualificación, especialización y conocimientos del Presidente del Consejo, no se ha considerado necesario realizar una evaluación del mismo»

Similarmente llamativo es este argumento, para no seguir la Recomendación de que un consejero independiente no permanezca por más de 12 años:

«Entendemos que la permanencia en el cargo de consejero independiente por un periodo superior a 12 años en nada compromete la independencia del Consejero»

O este otro, relativo a la transparencia de las remuneraciones individuales:

«El Consejo de Administración, por el momento, no ha aprobado incluir en la Memoria las retribuciones individuales de los consejeros»

Y éste:

«La sociedad no considera necesario remitir a todos los consejeros copias de las actas de las reuniones de la Comisión de Auditoría ni de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones»

Finalmente, otro ejemplo lo constituye esta «explicación» sobre la Recomendación de que la política de retribución se someta a voto consultivo de la Junta:

«El Consejo considera inadecuada la asunción íntegra de esta recomendación. Considera el Consejo que su implementación afectaría a la necesaria precisión y



claridad en el reparto de competencias entre el Consejo y la Junta, lo que podría provocar situaciones de seguridad jurídica no deseables.»

En un sistema de «cumplir o explicar», es perfectamente legítimo no cumplir siempre que se den las explicaciones adecuadas al mercado. La calidad de las explicaciones o su falta de consistencia podrán ser valoradas, en consecuencia, por los accionistas y los inversores.

Juan Fernández-Armesto