

EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN ESPAÑA

Angel Borrego Rodríguez

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad III
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Complutense de Madrid

Pedro Francés

Departamento de Filosofía del Derecho, Moral y Política
Facultad de Filosofía
Universidad Complutense de Madrid

Resumen

La proliferación de códigos de buen gobierno, así como la publicación y debate sobre ciertos escándalos protagonizados por algunos directivos de grandes corporaciones muestran la necesidad de que los ejecutivos y los órganos directivos de las grandes empresas desplieguen un comportamiento ético. La actuación simplemente ceñida a las leyes y normas internas no impide que los accionistas y demás personas con intereses en la empresa se sientan ocasionalmente engañados. El mercado de renta variable español posee desde 1998 un código voluntario de buenas prácticas (Informe Olivencia) para empresas cotizadas. La mayoría de las empresas dicen cumplirlo, ¿pero lo hacen realmente?

Nuestro objetivo es mostrar algunos datos recientes sobre el cumplimiento del código. Aunque no son datos concluyentes, permiten inferir que las empresas españolas son conscientes de la importancia de seguir ciertas normas para atraer inversores. Esta conciencia puede explicarse por la relativa madurez del mercado y por la cultura tradicional de algunas empresas líderes. Sin embargo, permanecen las dudas sobre la sinceridad del compromiso ético de la mayoría de las sociedades.

INTRODUCCIÓN: EL ORIGEN DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

La preocupación por los códigos de buen gobierno comienza en el Reino Unido donde, en 1991, la bolsa de Londres crea el comité Cadbury. Este publica sus recomendaciones y su código en diciembre de 1992. Se trata de un código voluntario, aunque las empresas que cotizan en la bolsa de Londres tienen la obligación de hacer referencia al cumplimiento o no de sus recomendaciones en sus informes anuales. En el caso de incumplimiento, y dentro del contexto de la junta general de accionistas, deben comentar los motivos. El código Cadbury hace referencia fundamentalmente a dos temas: el consejo de administración y la confección de los informes financieros.

Respecto al consejo de administración, se prefiere que haya separación entre el cargo de presidente y el primer ejecutivo de la empresa. Se opta por la existencia de consejeros independientes nombrados oficialmente y

remunerados. Es el consejo de administración quien nombra al comité de auditoría y remuneración. La remuneración de los consejeros tiene que ser pública.

Respecto a los informes financieros, los consejeros tienen la obligación de informar sobre la efectividad y el buen funcionamiento de los procedimientos de control. El comité de auditoría es el encargado de establecer los procedimientos concretos sobre gestión.

Es importante señalar que en mayo de 1995 el comité Cadbury publicó un informe de seguimiento del código en el que se comenta que los consejeros son cada vez más conscientes de su responsabilidad, que hay más consejeros independientes desde la aparición del código y que los comités tratan asuntos que antes no estudiaban.

Al comité Cadbury siguió el comité Greenbury sobre remuneración de consejeros y ejecutivos y más recientemente (en 1998) el informe Hampell, con la intención de refundir los dos anteriores. Hay que destacar no obstante que el gobierno británico, ante el escaso seguimiento real de dichos códigos, se plantea elevar algunas de las recomendaciones a fuerza de ley.

A partir de los códigos ingleses, casi todos los mercados más o menos organizados han promovido sus propios códigos de buen gobierno. Entre los principales se cuentan: en Australia los Corporate Governance Statements by Major ASX Listed Companies (1995), en Bélgica el informe Cardon (1998) y el de la Federation of Belgian Enterprises (1998), en Canadá el informe Toronto (1994), en Francia los informes Vienot I (1995), Vienot II (1999) y las Recommendations on Corporate Governance (1999), en Alemania el Drittes Finanzmarktförderungsgesetz (1998) y las Corporate Governance Rules for German Quoted Companies (2000), en Hong Kong el Code of Best Practice (1999), en Italia el Code of Conduct (1999), en Japón el informe Interim Corporate Governance Principles (1997), en la OCDE los Principles of Corporate Governance (1999), en el resto de Europa las CEPS Recommendations (1995), el EASDAQ Rule Book (1996), en México el Código de las Mejores Prácticas Corporativas (1999), en Portugal las Recommendations on Corporate Governance (2000), en el Reino Unido, aparte de los mencionados, también tenemos el Combined Code (1998) y la Company Law Reform (2000), y en los Estados Unidos la Business Round Table (1997).

NACIMIENTO DEL CÓDIGO ESPAÑOL

La creación del “Informe Olivencia” tiene lugar, como la mayoría de los códigos de buen gobierno, recientemente: en 1997. En España fue el Consejo de Ministros, a propuesta del Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, quien acordó, en su reunión del 28 de febrero de 1997, la creación de una Comisión Especial para el estudio de un Código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. Por Orden Ministerial de 24 de marzo de 1997, el Vicepresidente Segundo y Ministro de Economía y Hacienda, en cumplimiento de lo dispuesto en el acuerdo del Consejo de Ministros,

designó a los miembros de la Comisión Especial, cuyos Presidente y Vicepresidente eran D. Manuel Olivencia Ruiz (Catedrático de Universidad) y D. Luis Ramallo (Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

El acuerdo de gobierno encomienda a esta Comisión especial un doble trabajo: la redacción de un informe sobre la problemática de los consejos de administración de las sociedades que apelan a los mercados financieros y la elaboración de un código ético de buen gobierno que estas sociedades pudieran adoptar voluntariamente. Entiende el gobierno que con ello se ha de dar respuesta a una gran demanda que, desde sectores profesionales y desde los propios mercados, viene reclamando mayores cotas de eficacia, agilidad, responsabilidad y transparencia en el gobierno de las sociedades que apelan a los mercados financieros, para alcanzar así, en definitiva, una más elevada credibilidad y una mejor defensa de los intereses de todos los accionistas.

Señala, además, el gobierno, en la parte expositiva del acuerdo por el que crea la Comisión, que la necesidad de esta medida se acrecienta por la política de privatizaciones y de venta de sociedades públicas, que se traducirá en un muy notable aumento el número de accionistas, quienes tienen reclamarán su derecho a ejercer mayor protagonismo en la administración de las compañías.

Además de estas razones coyunturales, hay en todo este movimiento una razón de fondo, que puede considerarse constante en la naturaleza de las sociedades que apelan a los mercados de capitales: la separación entre propiedad y gestión. Si bien esta separación puede producir ventajas, como la especialización de las funciones financieras y gerenciales, lleva inherente el riesgo de conflicto de intereses. A este riesgo se suma el derivado de la existencia de diversos grupos de accionistas. Junto a los accionistas significativos (propietarios o fundadores de la empresa), el creciente número de los pequeños inversores (por separado o representados por fondos de inversión o de pensiones) y el peso cada vez mayor de los institucionales, son factores que introducen tensiones internas en la propiedad de las sociedades.

Por eso, a medida que el esquema de la propiedad se hace complejo, se acentúa la necesidad de nuevas fórmulas de equilibrio en la organización de las sociedades cotizadas. Todos los accionistas son, en su conjunto, los dueños de la sociedad, pero el distinto papel de cada uno de los grupos en los que se encuadran requiere la adopción de medidas de moderación o contrapeso, al objeto de que ninguno de ellos se arrogue un poder a expensas o en detrimento de los intereses de los otros. De ahí que la exigencia a quienes controlan el gobierno de las sociedades de dar cuenta y razón de su proceder, sea una constante de todo el movimiento reformador. Este principio de buen gobierno, aún teniendo valor en sí mismo, no basta si no va vinculado al de eficacia –al que no puede contraponerse– en función y al servicio del interés de la sociedad.

Inspiradas en tales principios y orientadas a ese objetivo último, las medidas de buen gobierno de las sociedades han de centrarse, como núcleo fundamental, en los consejos de administración, en su funcionamiento y en las conductas de sus miembros. La Comisión especial entiende que en la reflexión sobre estos temas y en la propuesta de criterios y medidas que puedan

contribuir al mejor gobierno de nuestras sociedades radica la razón de ser de su trabajo.

Las mismas ideas reflejaba recientemente Sir Adrian Cadbury en una visita a la Sociedad Rectora de la bolsa de Madrid:

“Todos deberíamos estar de acuerdo en la importancia de alcanzar y mantener los estándares de conducta corporativa. Para cualquier compañía cuyo objetivo sea construir su negocio, su reputación de comportamiento ético es de suma importancia. Al tiempo que los negocios llegan a ser más internacionales, las compañías son menos capaces de basarse en el contacto personal y, entonces, la reputación adquiere un papel todavía más importante. Sociedades conjuntas y operaciones financieras se construyen sobre la base de confianza y esta es la base sobre la que las grandes compañías ganan clientes y los mantienen.

Así los estándares éticos importan a las compañías y a los países. En un mundo de mercados globales, intercambios y dinero fluirán a aquellos centros financieros y comerciales que tengan reputación de apertura, transparencia e integridad. Alcanzar estándares elevados de gobierno de las sociedades, que es tanto el propósito del código español como de otros, es un medio que nos lleva a ese objetivo”¹.

Por último, ha de resaltarse que el Informe Olivencia tiene, en el aspecto coyuntural, la ventaja de haber sido elaborado en una fase de expansión económica, lo que ha favorecido el clima de serenidad en la reflexión que exige un trabajo de esta naturaleza. Las circunstancias de tiempo en las que se ha realizado el trabajo ha permitido a la Comisión disponer de un gran volumen de antecedentes, textos, aplicaciones prácticas, resultados y valoraciones críticas con relación a otros países que ya han vivido esta experiencia, y han facilitado la posibilidad de dar al Informe el tono que reclama su naturaleza

ESTRUCTURA DEL CÓDIGO ESPAÑOL

“El gobierno de las sociedades”, título genérico del documento español (más conocido por el nombre del “informe Olivencia”) se estructura en tres partes. La introducción plasma el acuerdo del Consejo de ministros para la creación de la Comisión especial, su origen y finalidad. Una segunda parte titulada “Informe sobre el consejo de administración” recoge la problemática actual de los consejos de administración y la tercera, llamada “Código de buen gobierno”, reúne veintitrés recomendaciones o medidas.

La Comisión quiere dejar constancia expresa de la relatividad de sus formulaciones que, si bien están inspiradas en el propósito de sintetizar las prácticas de buen gobierno y se refieren a situaciones concretas de lugar y tiempo, habrán de ser ponderadas en cada caso, valoradas en su adecuación a las características de cada sociedad y enmarcadas en un proceso dinámico, que

¹ *Bolsa de Madrid*, nº 67, junio 1998.

determinará su continua adaptación al cambio de circunstancias. Se respeta así el amplio ámbito de autonomía que a las sociedades anónimas reconoce la ley en esta materia, y la facultad de autorregulación que confiere al consejo de administración. El código se propone como una recomendación que, incluso si es adoptada por el consejo de administración, no lo será con el rango de ley (norma de derecho positivo), sino como un conjunto de reglas de origen convencional o negocial.

Por otro lado, el hecho de que las recomendaciones del código tengan como primeras destinatarias a las sociedades que cotizan en el mercado de valores y, en especial, a las que presentan un mayor porcentaje de acciones de libre circulación (capital flotante), no significa que sólo sean útiles para estas sociedades. Las recomendaciones están también indicadas para todas las sociedades que captan recursos financieros en los mercados de capitales, aunque sus acciones no coticen en bolsa. Y, sin duda, otras sociedades de características diferentes a las señaladas podrán optar, dentro del ámbito de su libertad de organización, por inspirarse en este código para configurar sus estructuras de gobierno.

La práctica española muestra que medidas encuadradas en el moderno movimiento de buen gobierno han comenzado a ser adoptadas libremente por algunas sociedades, aun antes de que existiese indicación o recomendación alguna por parte de los poderes públicos en esta materia. Se seguía en estos casos la evolución conocida en otros países. Así, en las respuestas a la encuesta realizada por la Comisión, se encuentran ya sociedades –precisamente aquellas en las que el free float o capital flotante es mayor– que afirman disponer de códigos éticos o de conducta, estatutos de consejeros u otras reglas internas de funcionamiento de los órganos de gobierno. Se trata de una evolución en las estructuras de gobierno de las sociedades que no viene impuesta por el derecho, sino surgida de la realidad social, demandada por exigencias de los propios sectores económicos y vivida en la práctica. Es un fenómeno que se plasma en nuevos modelos de organización, cuya observancia o inobservancia, al margen de toda consecuencia jurídica, es objeto de una valoración por todos los mercados, con repercusiones cada vez más notorias sobre la credibilidad de las sociedades que apelan a ellos. Esa evolución, que responde a la dinámica de la economía moderna de apertura a los mercados y a la libre competencia, no debería encontrar obstáculos en un desarrollo que, en principio, sólo puede conducir a mayores cotas de transparencia y responsabilidad en los órganos de gobierno de las sociedades.

INFORME SOBRE EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

El Informe Olivencia trata de diversos aspectos relacionados con el gobierno corporativo. El interés principal es la estructura, misión, forma de trabajo y reglas del consejo de administración. Recordaremos más abajo algunas de las recomendaciones concretas del código, pero antes quizá sea conveniente revisar las ideas subyacentes al mismo. Nos basamos, obviamente, en el propio

texto “El gobierno de las compañías cotizadas” publicado por la CNMV el 26 de febrero de 1998.

En primer lugar, el consejo de administración se describe como “un instrumento de control y supervisión cuyo objetivo es alinear los planes de los directores de la compañía con los intereses de quienes proporcionan el capital y corren con el riesgo del negocio”.

Los poderes centrales e indelegables del consejo se resumen en los siguientes: “(a) aprobación de las estrategias generales de la compañía, (b) nombramiento, remuneración y separación, cuando proceda, de los altos ejecutivos de la compañía, (c) control de la actividad de los gerentes y evaluación de los ejecutivos, (d) identificación de los riesgos principales de la compañía e implementación y seguimiento de sistemas apropiados de control e información internos, y (e) la determinación de las políticas de información y comunicación con los accionistas, mercados y opinión pública”. En cuanto a la misión del consejo, el informe afirma que “el principio que preside las operaciones del consejo es la maximización del valor de la compañía”. En otras palabras: la creación de valor para el accionista. El informe justifica esta interpretación de la misión del consejo en que proporciona una clara línea de acción para consejeros y ejecutivos. Además, se supone que este principio ayudará a distribuir eficazmente los recursos, formar capital en el mercado, y “alinear el diseño de la organización con los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la compañía”.

En cuanto a la estructura del consejo, el informe sigue la tendencia general del movimiento reformista: aboga por la separación entre los cargos de presidente del consejo y ejecutivo principal (CEO) de la compañía. En caso de que la misma persona ostente ambos cargos, será necesario establecer ciertos controles y precauciones. Se menciona en particular que el consejo ha de someter a control al presidente y CEO al menos una vez al año. La proporción de consejeros ordinarios e independientes debe reflejar la estructura real del accionariado. Se da gran importancia a la “pluralidad” en el consejo, describiendo con precisión el perfil óptimo de los consejeros independientes. Por otro lado, el informe anima a que los consejos nombren subcomités para tareas específicas (remuneraciones, nombramientos, auditoría, etc.), aunque se aconseja contra el nombramiento de un subcomité ejecutivo, concebido como una versión reducida del consejo encargada del funcionamiento de la compañía día a día, pero que suele adueñarse de prácticamente todas las funciones del consejo.

El informe es generalmente crítico con el funcionamiento habitual de los consejos españoles. Aconseja aumentar y cumplir la regularidad de las reuniones, preparar mejor las mismas, dar una información completa y anticipada a todos los consejeros antes de las reuniones. También señala los peligros de la rutina y la pasividad que se observan en las reuniones de muchos consejos y recuerda la obligación de llevar actas actualizadas de los debates. La Comisión muestra claramente su preocupación por la rutina y la inercia que caracterizan a los consejos españoles, un rasgo quizá heredado de la estructura

tradicional del mercado español de valores, dominado por la inversión institucional y los propietarios-accionistas muy mayoritarios.

Finalmente, el informe se refiere a la remuneración de los consejeros, comunicaciones con los accionistas y los mercados (transparencia, delegación, etc.), la lealtad debida a la compañía, uso de información privilegiada, etc. En todos estos temas, el informe refleja ideas aceptadas en mercados más maduros que el nuestro.

Es digno de destacar que actualmente hay un elevado número de sociedades españolas, tanto cotizadas² como no cotizadas³, que afirman cumplir el código y que satisfacen en mayor o menor medida su punto 23, esto es, informan anualmente sobre aspectos relacionados con el gobierno de la sociedad.

CUMPLIMIENTO DEL INFORME OLIVENCIA: HECHOS Y ANÁLISIS

No es fácil obtener datos precisos de las grandes empresas; y el hecho de que esos datos se refieran a sus normas de gobierno no facilita precisamente la tarea. La mayor parte de datos disponibles proceden de las propias compañías, bien a través de sus informes anuales, bien a través de los informes de auditoría. No es sorprendente que tales datos traten de ofrecer la mejor imagen posible de la corporación. Aspectos como el cumplimiento real de los códigos de ética entre los altos ejecutivos y los consejeros son prácticamente imposibles de valorar. Aunque muchas compañías poseen ya diversos conjuntos de normas internas (declaraciones, códigos de conducta, políticas, etc.), sería fútil

² Abengoa, Aceralia Corporación Siderúrgica, Acerinox, Adolfo Domínguez, Aldeasa, Altadis, Amper, Asturiana del Zinc, Autopistas del Mare Nostrum, Autopistas Concesionaria Española, Azucarera Ebro Agrícola, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco de Andalucía, Banco de Castilla, Banco de Crédito Balear, Banco de Galicia, Banco de Valencia, Banco de Vasconia, Banco Esfinge, Banco Español de Crédito, Banco Guipuzcoano, Banco Hipotecario, Banco Pastor, Banco Popular Español, Banco Santander Central Hispano, Banco Zaragozano, Bankinter, Caja Postal, Centros Comerciales Continente, Centros Comerciales Pryca, Compañía Valenciana de Cementos Portland, Compañía Vinícola del Norte de España, Corporación Financiera Alba, Corporación Industrial y Financiera de Banesto, Corporación Mapfre, Compañía Internacional de Reaseguros, Cortefiel, Empresa Nacional de Celulosa, Enaco, Endesa, Energía e Industrias Aragonesas, Ercros, Grupo Dragados, Grupo Duro Felguera, Grupo Picking-Pack, Hidroeléctrica del Cantábrico, Iberdrola, Ibérica de Autopistas, Iberpapel Gestion, Inmobiliaria Urbis, Indra Sistemas, Koipe, Mapfre Vida, Metrovacesa, Miquel y Costas & Miquel, Nicolás Correa, Obrascón Huarte Lain, Prima Inmobiliaria, Puleva, Repsol, Sociedad Española del Acumulador Tudor, Sociedad General de Aguas de Barcelona, Superdiplo, Telefónica, Telepizza, Transportes Azkar, Tubacex, Uralita, Vallehermoso, Vidrala.

³ Banco Vitalicio de España Compañía Anónima de Seguros y Reaseguros, Carroggio, Cementos Leona, Cementos Molins, Compañía Española de Viviendas en Alquiler, Compañía Española para la Fabricación Mecánica del Vidrio, Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas, Financieras Agrupadas, E.F.C., Frigoríficos de Vigo, Grupo Fiatc, Hullas de Coto Cortes, Industrias del Curtido, Liwe Española, Lucta, Naarden Internacional, Promociones y Participaciones Novoplaya, Sociedad Anónima Hullera Vasco-Leonesa, Unión Europea de Inversiones.

basar el análisis en unos textos que muy bien podrían ser mera propaganda si no se acompañan de al menos cierto grado de cumplimiento y control.

Un elevado número de sociedades afirman cumplir las recomendaciones contenidas en el código; algunas de ellas, incluso desde antes de la publicación del Informe, como hemos dicho. Sin embargo, cada vez que se hace pública la remuneración de los ejecutivos y consejeros de las compañías mayores, o se conocen las discusiones y transacciones que preceden a una fusión o adquisición, se reabre el debate público sobre el seguimiento real de las recomendaciones de buen gobierno. Afortunadamente, hay algunos hechos lo bastante objetivos que, si bien no pueden tomarse sin más como una medida real del cumplimiento del código, creemos que sí pueden servir como índice aproximado del nivel de compromiso real de las empresas con el mismo.

Nos vamos a centrar, por tanto, en algunos hechos objetivos tales como el tamaño del consejo, la dedicación de los consejeros, la estructura del consejo, el tipo de representación que ejercitan sus miembros, y su remuneración. El análisis que presentamos a continuación se centra en algunos de los aspectos recogidos por el código: el tamaño óptimo de los consejos de administración, la representación en ellos de distintos grupos de accionistas, la dedicación de los consejeros y su retribución. Estos parámetros no nos permitirán ofrecer una conclusión definitiva, ni mucho menos hacer afirmaciones rotundas o generalizadas sobre el grado de cumplimiento del código, pero tienen un valor indicativo importante, ya que se trata de decisiones que dependen casi exclusivamente de la voluntad de los consejos (o en su caso de las juntas de accionistas) por lo que su seguimiento nos habla de la decisión de cada compañía de adaptarse o no a las que la Comisión Nacional del Mercado de Valores considera las normas de mejor práctica.

El tamaño de los consejos de administración es, pues, el primer índice significativo. El tamaño y estructura debe reflejar la estructura del accionariado, pero un consejo demasiado grande no es el órgano indicado para gobernar una sociedad. La mayoría de los códigos de buen gobierno aconsejan una reducción del consejo. Las decisiones colectivas tienden a perder eficacia cuando el cuerpo se compone de más de entre siete y diez personas⁴. Los códigos de buen gobierno no establecen el número ideal de consejeros, aunque se considera en general que no debe de superar las 10 personas⁵, en concreto el informe Olivencia cifra este número entre 5 y 15. Pues bien, el tamaño medio de los consejos ha disminuido en España durante los últimos años. Era de 14,3 en 1990 y es de 11 ya en 1999 (tabla 1). El 83% de las compañías están en rango recomendado por el código. Hay que precisar, no obstante, que la media es un dato a comparar con la varianza, que es alta, pues el número oscila entre 5 y 28 con un 27% de las empresas analizadas por encima de 15 consejeros.

⁴ Yermack, David (1996): "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*.

⁵ Lipton, Martin, y Lorsch, Jay (1992): "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *The Business Lawyer*, noviembre.

Tabla 1

Tamaño de los consejos de empresas españolas			
	1990	1996	1999
Media	14,3	12,9	11

Fuente: Spencer Stuart y Santiago Eguidazu.

También la composición de los consejos ha cambiado. En 1999, un 22% de los miembros de los consejos eran consejeros ejecutivos (profesionales pertenecientes al consejo y al equipo ejecutivo de la compañía), un 36% eran consejeros dominicales (representantes de accionistas significativos capaces de influir en las decisiones de la compañía debido al porcentaje de acciones que controlan), y el 48% eran consejeros independientes (sin relación con el equipo ejecutivo ni con ningún grupo significativo de accionistas). Estos datos promedio están bastante de acuerdo con las recomendaciones del Informe (tabla 2) y suponen que los consejeros ejecutivos son menos frecuentes en España que en otros países europeos (tabla 3), lo cual está de acuerdo con la tendencia hacia una progresiva separación de ambas funciones.

Tabla 2

Composición de los consejos			
1999	Ejecutivos	Dominicales	Independientes
Media	2	4	5

Fuente: Spencer Stuart and Santiago Eguidazu.

Tabla 3

Composición de los consejos. Corporaciones europeas					
	Bélgica (Bel-20)	Francia (Cac-40)	Alemania (Dax-30)	Italia (Mid-30)	UK (FTSE)
Ejecutivos	3,3	2,1	7	3,6	5,4
No ejecutivos	13	12,2	19,3	10,8	6,6

Fuente: Spencer Stuart.

Existen numerosos trabajos acerca de la importancia de los consejeros independientes en los consejos de administración. Por ejemplo, Baysinger y Butter⁶ concluyen que las empresas con un mayor número de consejeros independientes obtienen resultados por encima de la media. Rosentein y Wyatt,⁷ por su parte, encuentran una correlación positiva entre la inclusión de

⁶ Basinger, Barry, y Butter, Henry (1985): "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics and Organization*.

⁷ Rosentein, Shart, y Wyatt, Jeffrey, G. (1990): "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth", *Journal of Law Economics and Organization*.

consejeros independientes y el incremento de la cotización de la empresa; pero se encuentran resultados que concuerdan con la lógica de a pie, por ejemplo Weisbach⁸ encuentra que cuanto mayor es la proporción de independientes en el consejo de administración de una empresa, mayor es la probabilidad de que el propio consejo releve a su primer ejecutivo después de un periodo de pobres resultados, y con ese relevo se contribuya a la creación de valor para el accionista (pero en este caso no es el número de consejeros independientes el factor decisivo, sino su capacidad para relevar al ejecutivo principal).

La dedicación de los consejeros españoles es semejante a la de sus colegas de otros países. Se reúnen una media de 9 veces al año (6,8 en Bélgica; 5,4 en Francia; 9,8 en Italia; 9,3 en el Reino Unido; tabla 4). Lo importante es que la media de reuniones anuales viene creciendo desde 1990.

Tabla 4

Reuniones del consejo en corporaciones europeas						
	Belgica (Bel-20)	Francia (Cac-40)	Alemania (Dax-30)	Italia (Mid-30)	España (Ibex-35)	UK (FTSE)
Media	6,8	5,4	4,2	9,8	8,5	9,3

Fuente: Spencer Stuart.

Sí resulta diferente el número de comisiones nombradas por los consejos. En España se nombra menos de una comisión especial por compañía, como media, pese a las recomendaciones del código. Piénsese que en Estado Unidos, por ejemplo, esa media se acerca a 5 (lo cual aumenta mucho las reuniones anuales del consejo, si se cuentan las de las comisiones especiales). En este punto, las sociedades españolas están aún lejos de acercarse a las recomendaciones del código. La tabla 5 muestra el porcentaje de consejos que nombran comités. Se ve que en Europa es mayor el porcentaje de empresas que nombran tres comités, mientras que en España la mitad de las empresas sólo nombran uno o dos comités. Otros consejos no nombran comisión alguna.

Tabla 5

Número de comités nombrados por el consejo		
Número	Empresas españolas	Empresas europeas
1	23%	14%
2	27%	20%
3	26%	35%
Otro número.	24%	31%

Fuente: Spencer Stuart.

En cuanto a la remuneración, es difícil establecer una media, porque la mayor parte del salario está compuesto por módulos variables (que dependen de los resultados de la compañía). En 1999 la remuneración publicada variaba

⁸ Weisbach, Michael (1988): "Outside Directors and CEO Takeover", *Journal of Financial Economics*.

entre 6.000 y 288.400 euros (media de 52.994). Los consejeros de compañías con un capital muy atomizado ganan significativamente más que los de corporaciones con el capital más concentrado⁹. Está claro que un menor poder de control da lugar a una remuneración mayor de los consejeros. Como en la mayor parte de países, el sistema de remuneración variable más utilizado son las opciones sobre acciones y los planes de acciones.

Sobre este tema, se encuentran estudios que dicen demostrar que los incrementos de remuneración traen como consecuencia creación de valor (Cougham y Schmidt¹⁰) y otros que afirman lo contrario, como Conyon y Gregg¹¹. Hay acuerdo en que la remuneración debería depender de cómo se defiendan los intereses de la compañía. Esta es una de las piezas clave, aconsejada en los códigos de buen gobierno, para establecer un sistema de incentivos que alinee los intereses de los accionistas con los de la dirección de la empresa, tal y como propugna el enfoque de la teoría de la agencia¹².

Los datos y reflexiones expuestos enunciados, así como el informe anual de las compañías que componen el IBEX 35, nos permiten extraer una imagen general de las actitudes de las compañías españolas por lo que se refiere al código de buen gobierno. En este momento, nos gustaría acentuar que el “cumplimiento de una norma no obligatoria o no legal” es una categoría huidiza. Nuestra reflexión en lo que sigue se basa en los datos cuantitativos expuestos, pero tiene también un fuerte componente cualitativo (podríamos llamarlo “impresionista”). Creemos que tal componente se justifica porque el número de las grandes compañías cotizadas en España es pequeño, y sus movimientos públicos fáciles de seguir. Además, algunas de ellas proceden de viejos monopolios estatales y sus culturas no son un secreto para nadie.

CONCLUSIÓN

En general, nuestra impresión es que las sociedades cotizadas españolas son muy conscientes de la necesidad de ajustar sus prácticas de gobierno en el sentido recomendado por el Informe, que se alinea, a su vez, con la tendencia

⁹ Se observa que las empresas con capitales más atomizados presentan mayores remuneraciones de los consejeros. En 1997 la media era de 131.000 euros para empresas cotizadas frente a los 87.700 euros de empresas con núcleos de accionistas significativos. Esto confirma que el menor control por parte del accionariado se traduce en mayores remuneraciones de los consejeros.

¹⁰ Cougham, Anne, y Schmidt, Ronald (1985): “Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance”, *Journal of Accounting and Economics*.

¹¹ Conyon, Martin, y Gregg, Paul (1994): “Pay at the Top.: A Study of the Sensitivity of Top Director Remuneration to Company Specific Shocks”, *National Institute Economic Review*.

¹² Esta teoría en el ámbito de las finanzas corporativas fue introducida por Jensen, Michael, y Meckling, William en su trabajo “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol 4 nº 4, octubre 1976. Ambos autores toman como base de su teoría los modelos de comportamiento humano REMM (Resourceful, Evaluative, Maximizing Model) y PAM (Pain Avoidance Model), cuya discusión puede verse en Jensen, Michel, y Meckling, William en “The Nature of the Man”, *Journal of Applied Corporate Finance*, verano 1994.

dominante en los mercados mundiales. Esto se observa en el hecho de que algunas sociedades adoptaron las recomendaciones antes de la publicación del código. El proceso de implantación del Informe Olivencia es lento, y su ritmo dependerá de las fuerzas del mercado. Si los mercados penalizan la falta de transparencia y premian la eficacia de los órganos de gestión; si ejercen una presión (incluso a través de la “opinión pública”) a favor de las reformas éticas, entonces el proceso de implantación efectiva del código será más rápido.

Un modo tentador de analizar el papel del código de buen gobierno es relacionar los datos disponibles sobre su cumplimiento con los resultados de las compañías. Algunas hipótesis del Informe mismo apuntan en esa dirección: el mantenimiento de altos estándares éticos revertirá en un mayor valor para el accionista. Sin embargo, nos parece que este tipo de correlación es totalmente imposible. Los resultados de un determinado valor dependen de muchos y muy variados factores. Se acepta como verdad indiscutible que en un mercado maduro con consumidores exigentes, la evolución de un valor tendrá poco que ver (directamente) con el sistema y prácticas de gobierno empleado por la compañía. Algunos datos y reflexiones, que exponemos a continuación, confirman esta idea.

Las corporaciones españolas siguen en general, como hemos visto, la regla sobre el número óptimo de consejeros. Pues bien, algunos de los valores con mejores resultados de los últimos años corresponden a compañías con consejos muy numerosos (pues corresponden a las grandes sociedades, cuyos consejeros representan a un gran número de inversores minoritarios). Por otro lado, un examen más detallado revela que la mayor reducción del número de consejeros ocurrió en los primeros 90 (de 1990 a 1995), esto es, cuando el Informe Olivencia no era ni siquiera un proyecto. La razón fue probablemente la creciente demanda de eficiencia y agilidad impuesta por las nuevas condiciones del mercado, no necesariamente un compromiso con la reforma ética del gobierno de las sociedades.

Ya comentamos arriba las dudas sobre otros índices. Por ejemplo, la proporción de consejeros ejecutivos en las empresas españolas es decreciente (y menor que la de empresas de otros países), lo que concuerda con las recomendaciones habituales de los códigos de buen gobierno (no sólo del español). Pero ya veíamos que no se puede establecer una relación directa entre la disminución de ese tipo de consejeros y los resultados de la compañía (Weisbach, 1988). Lo mismo puede decirse de la remuneración de los consejeros. Hay estudios contradictorios sobre su efecto en los resultados de la empresa. En todo caso, las sociedades españolas no muestran un comportamiento muy alejado del habitual en otros mercados: remuneración muy variable, empleo de planes de acciones u opciones sobre acciones como incentivo para los consejeros y altos directivos, etc.

Se podría hablar aquí de una paradoja. Aparentemente, las compañías españolas están asimilando los cambios propuestos por el código de buen gobierno, pero no puede establecerse que eso traiga consigo un incremento en el valor bursátil de las sociedades, objetivo que aparece en el Informe como una

de las razones principales para adoptarlo (y el fin último de la gestión empresarial).

Nos parece que el énfasis del Informe Olivencia en garantizar un alto valor para el accionista (algo que comparte con informes similares de otros países) da lugar a cierta confusión. Si el único objetivo fuese incrementar el valor (medido en términos de revalorización de títulos o dividendos anuales), entonces las reglas propuestas no tendrían naturaleza ética, sino técnica. Sin embargo, el sentido y la fuerza motora de este movimiento está precisamente en su naturaleza ética. El objetivo primordial de las reglas de buen gobierno no es hacer la gestión empresarial más eficiente, sino hacer el gobierno corporativo mejor en distintos sentidos: más respetuoso con la voluntad e intereses de los propietarios, más transparente ante los mercados y los inversionistas, más democrático en su funcionamiento, más leal a los accionistas, trabajadores, clientes, etc. Los mercados en que una mayoría de participantes aceptan normas homogéneas que promuevan igual transparencia, libertad, responsabilidad y control de los consejeros y directores ejecutivos se beneficiarán de los flujos de capital derivados de la confianza de los inversores, y así tenderán a producir mayores beneficios para todos.

Pero este posible efecto (que nunca estará garantizado) no es (o no debería ser) la razón para poner en práctica un código ético que quiera considerarse realmente tal cosa y no una mera política. De hecho, las recomendaciones de este tipo de Informes no pretenden mejorar los resultados de las compañías. El sentido de las normas tiene más que ver con el desarrollo de relaciones internas a la organización que faciliten (a) el control de quienes solían controlar la organización, (b) el mantenimiento de las obligaciones de lealtad y las responsabilidades en que incurren los directores ejecutivos y los consejeros cuando acceden a sus cargos (que no pueden limitarse a las obligaciones contractuales o estatutarias explícitas que les ligan a la organización), y (c) la transparencia y fiabilidad de la compañía. Lo que debemos evaluar es, por tanto, no el resultado concreto de las compañías relativo a ciertos cambios corporativos, sino la disposición de los consejos para iniciar reformas inspiradas en los principios mencionados y con los objetivos recién expuestos. Hay que distinguir cuidadosamente esas disposiciones de las medidas técnicas, o las políticas de imagen, diseñadas para favorecer la rentabilidad de la empresa. Tales medidas y políticas no son más que un presupuesto básico de toda compañía que haya de sobrevivir en un medio competitivo.

Lo que nos gustaría evaluar es una capacidad moral genuina. Tal capacidad afecta a la disposición de las organizaciones y sus directivos para llevar a cabo acciones directamente cooperativas: acciones que producirán probablemente más beneficios para otros y para las cuales existe una alternativa más racional (en términos de beneficio del propio agente). Por ejemplo, para los consejeros sería mejor no cambiar sus hábitos de gobierno (mantener su tradicional opacidad, no publicar sus remuneraciones, emplear sistemas informales no democráticos para la selección de consejeros, etc.). Si dejan de hacer esto, el beneficio inmediato de su decisión es para otras personas: trabajadores, inversores, accionistas, etc. Lo mismo se puede decir de la

corporación como un todo: seguir reglas estrictas de gobierno puede ser una desventaja competitiva (pues la compañía debe hacer pública mayor cantidad de información, sus directivos tenderán a ser más precavidos y quizá renuncien a posibilidades de financiación que otros aprovecharían, sus defensas ante adquisiciones hostiles tal vez sean menores, etc.). En ambos casos, sin embargo, la decisión de emprender reformas éticas es racional desde el punto de vista colectivo: la reforma del consejo es mejor para la organización como un todo; las conductas éticas de las organizaciones son mejores para el mercado como un todo. Es el clásico dilema moral. Carece de solución en el marco estricto de la racionalidad económica.

Nuestra sospecha es que la adhesión explícita a la prácticas de buen gobierno, tan de moda, responde a razones pragmáticas. Ciertas compañías mantienen una cultura corporativa sólida: parecen estar realmente interesadas en mantener e incrementar la cohesión interna, la comunicación y la gestión eficaz de un modo imparcial (teniendo en cuenta los intereses de los accionistas, consejeros y todos los interesados en la operación de la empresa). Estas culturas empresariales fuertes corresponden sobre todo a las compañías en que un inversor institucional (bancos, corporaciones o el gobierno) o una sola familia posee la mayoría de las acciones. La razón es que en estos casos es más fácil controlar la responsabilidad de los gestores y directores. Algunas de estas compañías podrían ejercer un papel de liderazgo al adoptar ciertas reglas que, seguidas por otras empresas y generalizadas, contribuirían al atractivo del mercado.

Pero bien pudiera ser que la mayoría de las compañías españolas hayan sido simplemente lo bastante inteligentes (o astutas) como para detectar las demandas del mercado y adaptarse a ellas. En este caso, lo que explicaría la adopción de reglas que reforman los hábitos corporativos serían más bien factores como la integración del mercado español en los mercados financieros europeos, y la necesidad de las multinacionales de presentar una buena imagen para contrarrestar (a) las acusaciones de neo-colonialismo en Latinoamérica, y (b) las acusaciones de usos especulativos a partir de situaciones de semi-monopolio.

Sólo el tiempo revelará si el dilema moral (cooperar de buena fe o fingir la cooperación por razones estratégicas) se resolvió correctamente. Conjeturamos que sólo las compañías que optan por la racionalidad moral se hallan en disposición de asegurar la confianza y el éxito a largo plazo —aunque puedan incurrir en pérdidas en el corto plazo. Justo lo contrario puede predicarse de los aprovechados, por muy inteligentes y previsores que traten de ser. La evolución de nuestros mercados —el creciente interés por la ética corporativa, el desarrollo de las culturas empresariales basadas en valores explícitos, etc.— deja lugar a la esperanza, pero no elimina la sombra de la sospecha.

Bibliografía

- Basinger, Barry y Butter, Henry (1985): "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics and Organization*.
Bolsa de Madrid nº 67, junio 1998.
- Brookes, L. J. (1989): "Corporate Codes of Ethics", *Journal of Business Ethics*, 8/2-3.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (1998): *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid: CNMV.
- Conyon, Akella S. y Greenbaum S.(1988): "Savings and Loan Ownership Structure and Expense-Preference", *Journal of Banking and Finance*, 12, septiembre, pp 419-437.
- Cougham, Anne y Schmidt, Ronald (1985): "Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance", *Journal of Accounting and Economics*.
- Dalla Costa, J. (1998): *El imperativo ético. Por qué el liderazgo moral es un buen negocio*. Paidós Empresa.
- Damodaran, A. (1997): *Corporate Finance*, Wiley
- De George, R. T. (1990): *Business Ethics*, MacMillan.
- Eguidazu, S.(1999): *Creación de valor y gobierno de la empresa*, Gestión 2000.
- Frankel, M. S. (1990): "Profesional Codes. Why, How and with What Impact", *Journal of Business Ethics*, 8/2-3.
- James M. Buchanan (1996): *Etica y progreso económico*, Ariel.
- Jensen, Michael y Meckling, William (1976): "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of financial Economics*, vol 4 nº 4, octubre.
- Kaplan, Steven, N. (1997): "Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan and the U.S.", *The Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9, nº 4, Invierno 1997.
- Lipton, Martin y Lorsch, Jay (1992): "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *The Business Lawyer*, noviembre.
- Lozano, J. M. (1999): *Etica y Empresa*, Madrid, Trotta.
- Martin y Gregg, Paul (1994): "Pay at the Top, A Study of the Sensitivity of Top Director Remuneration to Company Specific Shocks", *National Institute Economic Review*.
- Palacín Sánchez, M. (1998): "El atrincheramiento de los directivos (I): accionistas versus directivos", *Análisis Financiero*, 76.
- Prowse, Stephen (1995): "Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the U.S., U.K., Japan and Germany", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 4, nº 1. Cambridge, (MA), New York University Press, Febrero 1995.
- Rosentein, Shart y Wyatt, Jeffrey, G. (1990): "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth", *Journal of Law Economics and Organization*.
- Russell Reynolds Associates (1998): "The Structure and Compensation of Boards of Directors at S&P 1500 Companies. 1997-1998", *Board Practices Survey*, marzo.
- Stevens, B. (1994): "An Analysis of Corporate Ethical Code Studies. Where Do we Go from Here?", *Journal of Business Ethics*, 13.
- Waitzer, Edward. (1997): "Model Behaviour". *CA Magazine*.
- Weber, J. (1993): "Institutionalizing Ethics into Business Organizations, a Model and Research Agenda", *Business Ethics Quarterly* 3/4.
- Weisbach, Michael (1988): "Outside Directors and CEO takeover", *Journal of Financial Economics*.
- Yermack, David (1996): "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of financial Economics*.